أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي

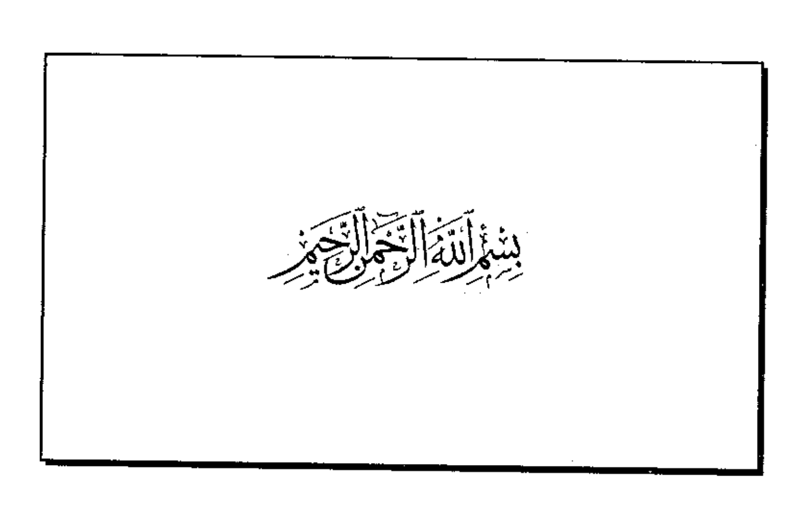
دكتور
عصام أبو النصر
أستاذ المحاسبة - جامعة الأزهر

دار النشر للجامعات

أسواق الأوراق المالية

(البورصة)

في ميزان الفقه الإسلامي


بسم الله الرحمن الرحيم

أسواق الأوراق المالية

(البورصة)

في ميزان الفقه الإسلامي

دكتور

عصام أبو النصر

أستاذ المحاسبة – جامعة الأزهر

بطاقة فهرسة

فهرسة أثناء النشر إعداد الهيئة العامة لدار الكتب والوثائق القومية

إدارة الشئون الفنية

أبو النصر، عصام
أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي/ د.عصام أبو النصر - ط١ - القاهرة دار النشر للجامعات، ٢٠٠٦.
١٥٦ص، ٢٤سم.
تدمك ٣ ١٧٧ ٣١٦ ٩٧٧
١- البورصات ٢- الأوراق المالية
٣- المعاملات (فقه إسلامي)
أ- العنوان ٣٣٢,٦٤٢

ت:٢٦٦١٤١٧-٠١٢٧٣٢٥٥١٠-٠١٠٦٠٨٥٢٤١

ف: ٢٦٨٣٥٤١

رقم الإيداع: ٢٠٠٦/١٠٩٧٨

الترقيم الدولي: I.S.B.N: 977-316-177-3

الكود: ٣/٣٦٧

دار النشر للجامعات - مصر

ص.ب (١٣٠ محمد فريد) القاهرة ١١٥١٨

تليفون: ٤٥٠٢٨١٣ - تليفاكس: ٤٥٠٢٨١٢

فاتحة الكتاب

يُعتبر سوق الأوراق المالية (البورصة) أحد أهم أسواق النشاط الاقتصادى التى تتدفق فيها الأموال من الجهات التى لديها فائض فى الموارد المالية إلى الجهات التى تعانى من عجز فى هذه الموارد مقابل توفير عائد معقول.

ويجرى التعامل فى هذه الأسواق على الأوراق المالية التقليدية كالأسهم والسندات ووثائق الاستثمار وما فى حكم ذلك، كما يجرى التعامل فى هذه الأسواق أيضاً على العديد من الأدوات والمشتقات المالية كعقود الاختيارات والعقود الآجلة والعقود المستقبلية بالإضافة إلى عقود المبادلات، وغيرها من الأدوات والعقود التى أفرزتها- ولا تزال- الهندسة المالية.

وعلى الرغم من أن هذه الأدوات والعقود غير مُستحدثة كلياً، إلا أنها بدأت فى النمو والتكاثر بشكل متزايد كأحد وسائل التحوط ودرء المخاطر أو بالأحرى تحويلها ونقلها من فرد لآخر.

وقد أُثير فى هذا الصدد العديد من التساؤلات والاستفسارات، أهمها مايلى:

(١) ما المقصود بسوق الأوراق المالية والسوق الأولية والثانوية، وما الفرق بين هذه الأسواق وأسواق السلع التقليدية؟

(٢) ما أهمية أسواق الأوراق المالية، وما الضوابط الشرعية التى تحكم

المعاملات فى هذه الأسواق، وما الشروط الواجب توافرها فى السوق الكفء؟

(٣) كيف يمكن التمييز بين المضاربة والاستثمار فى أسواق الأوراق المالية؟

(٤) ما الفرق بين الأسهم والسندات وأذون الخزانة ووثائق الاستثمار وصكوك التمويل وصكوك الاستثمار؟

(٥) ما المقصود بالتحوط، والمشتقات المالية، والعقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وعقود المبادلات، والبيع والشراء على المكشوف، واتفاقيات إعادة الشراء، وما آلية تنفيذ هذه العقود فى سوق الأوراق المالية؟

(٦) ما مدى جواز إصدار الأسهم لحاملها أو لأمره، وما حكم إصدار الأسهم العينية، وتقسيط قيمة الأسهم، وإصدار أسهم جديدة، وحصول الشركة المصدرة على علاوة إصدار؟

(٧) ما الحالات التى يجوز فيها إصدار أسهم ممتازة وما الحالات التى لا يجوز فيها إصدار تلك الأسهم؟

(٨) ما الشركات التى يجوز تملك وتداول أسهمها؟ وما هى الشركات التى لا يجوز تملك وتداول أسهمها؟ وما حُكم الشركات التى يختلط فيها الحرام بالحلال؟ وكيف يمكن للمسلم تطهير أسهمه الصادرة عن شركات اختلط فيها الحرام بالحلال؟

(٩) ما الحكم الشرعى للمشتقات المالية، وعقود المستقبليات، وعقود الاختيارات، وكذلك عقود المبادلات؟

(١٠) ما الحكم الشرعى فى صناديق الاستثمار؟

(١١) ما طرق التصرف فى المال المكتسب عن طريق غير مشروع؟

(١٢) كيف تُزكى الأوراق المالية المختلفة من أسهم وسندات وأذون خزانة ووثائق وصكوك استثمار وتمويل ونحو ذلك؟

ويختص هذا الكتاب بالإجابة على هذه الاستفسارات وغيرها مما يلزم المسلم عند تعامله فى سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال الفصول الرئيسة التالية:

الفصل الأول: الضوابط الشرعية للمعاملات فى أسواق الأوراق المالية.

الفصل الثانى: طبيعة أسواق الأوراق المالية.

الفصل الثالث: طبيعة الأوراق المالية المتداولة فى أسواق الأوراق المالية.

الفصل الرابع: طبيعة المعاملات فى أسواق الأوراق المالية.

الفصل الخامس: الجوانب الشرعية للمعاملات فى أسواق الأوراق المالية.

الفصل السادس: المعالجات الزكوية للأوراق المالية.

ونسأل الله سبحانه أن يجعل عملنا هذا نافعاً ولوجهه تعالى خالصاً.

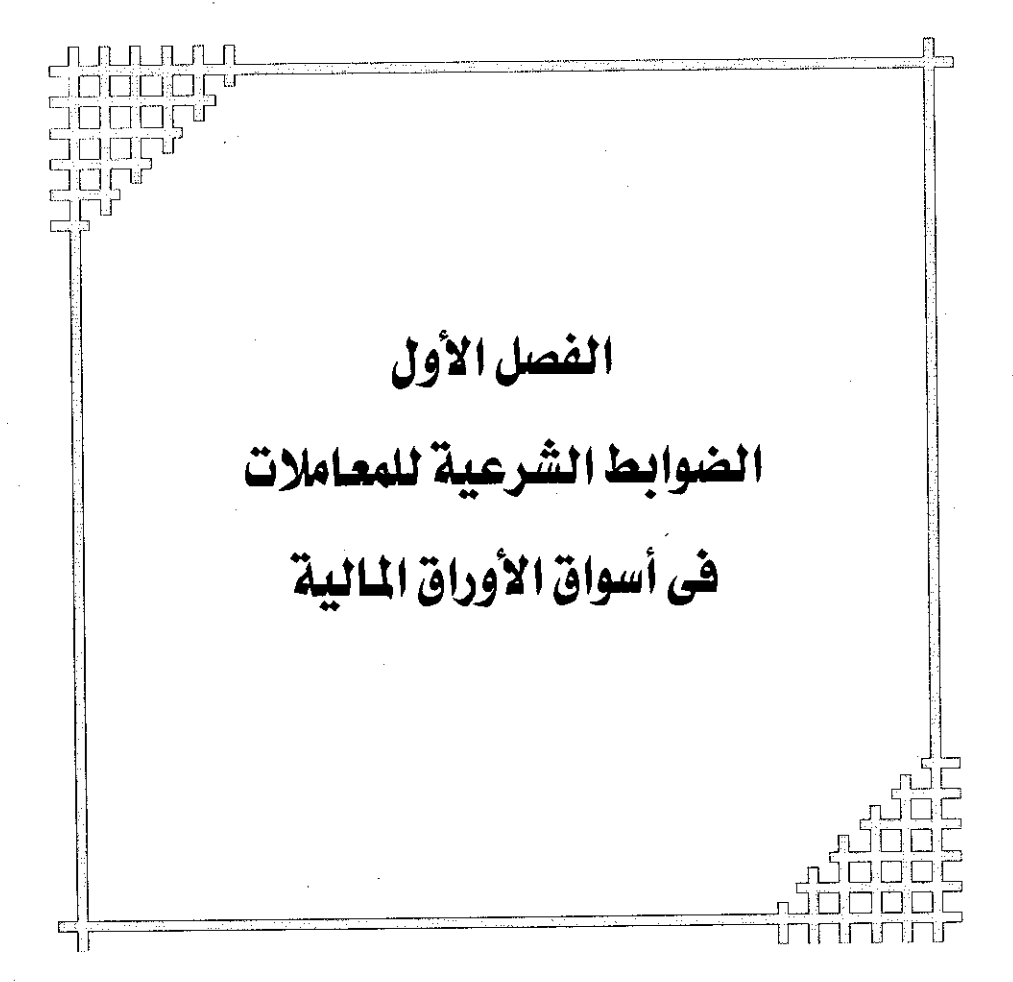
يونية ٢٠٠٦م

دكتور

عصام أبو النصر

أستاذ المحاسبة ـ جامعة الأزهر

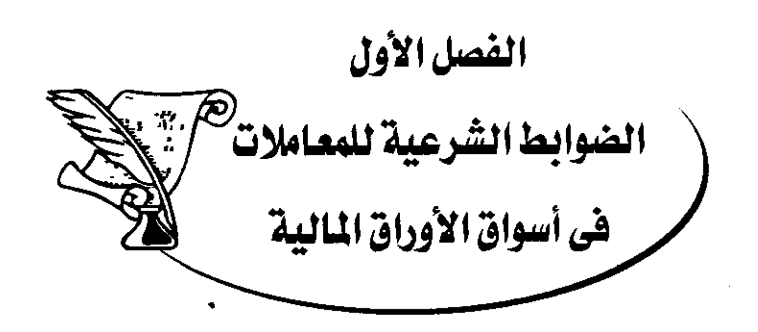




الفصل الأول

الضوابط الشرعية للمعاملات في أسواق الأوراق المالية





الفصل الأول

الضوابط الشرعية للمعاملات فى أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

يختص هذا الفصل بتناول مفهوم وأهمية وحكم تعلم الضوابط الشرعية التى تحكم مختلف المعاملات فى أسوق الأوراق المالية، يلى ذلك التعرف على هذه الضوابط.

كما يختص كذلك بتناول مفهوم الضرورة الشرعية وأسبابها وشروطها، ومدى انطباق ذلك على المعاملات التى تتضمن فوائد فى أسواق الأوراق المالية.

ويُعتبر هذا الفصل مدخلاً ضرورياً للفصول التالية.

ما المقصود بالضوابط الشرعية لمعاملات أسواق الأوراق المالية؟

يُقصد بالضوابط الشرعية لمعاملات أسواق الأوراق المالية الأحكام والقواعد والأسس الكلية المستمدة من مصادر الشريعة الإسلامية والتي تحكم المعاملات المالية فى هذه الأسواق وغيرها من الأسواق.

ويُقصد بمصادر الشريعة الإسلامية في هذا الصدد: القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة و رأى جمهور الفقهاء .

وهذه الضوابط من شأنها العمل على حفظ المعاملات المالية من الانحراف، فهى تضبط هذه المعاملات وتحفظها من الانحراف كما أنها تصلحها من الخلل الذى قد يلحق بها.

ما حُكم تعلم الضوابط الشرعية للمعاملات فى سوق الأوراق المالية؟

تُعتبر دراسة وفهم الضوابط الشرعية للمعاملات فى سوق الأوراق المالية ضرورة شرعية وواجب على كل مسلم ومسلمة يعمل فى هذا المجال باعتبار أن ما لا يتم الواجب إلا به فهو واجب.

وقد ثبت أن عمر بن الخطاب -رضي الله عنه- كان يسير في الأسواق ويسأل التاجر عن الربا وكيف يُدخل على سلعته وكيف يتقيه فإن أجابه أبقاه وإلا أخرجه من السوق قائلاً له "لا يبع في سوقنا من لا يفقه وإلا أكل الربا رضي أم أبى"، والإخراج بلغة العصر يعنى سحب السجل التجاري والبطاقة الضريبية وسجل المصدرين وسجل المستوردين وغير ذلك مما يعني إنهاء الحياة الاقتصادية للمنشأة.

كما جاء رجل إلى علي بن أبي طالب وقال له يا أمير المؤمنين: إني أريد التجارة فادعو الله لي، فقال الإمام علي: أوفقهت في دين الله ؟ قال الرجل: أو يكون بعض ذلك ؟ قال الإمام علي: "ويحك الفقه ثم المتجر فإن من باع واشترى ولم يفقه في دين الله ارتطم في الربا ثم ارتطم".

ويقول ابن قيم الجوزية: "إن العلم المفروض تعلمه منه ما هو فرض عين لا يسع مسلماً جهله، وهو أنواع: العلم بأحكام المعاشرة والمعاملة التي تحصل بينه وبين الناس خصوصاً وعموماً".

كما يقول الإمام أبو حامد الغزالي: "اعلم أنه لا يفترض على كل مسلم ومسلمة طلب كل العلم بل يفترض عليه طلب علم الحال ويجب عليه علم ما يقع له بقدر ما يؤدى به الواجب".

ويلزم الإشارة إلى أنه لا يتعين على كل فرد مسلم الإلمام بجميع الأحكام الشرعية المنظمة لمختلف المعاملات المالية إذ أن لكل عمل أو مهنة أحكامها الخاصة وإنما يجب على كل مسلم أن يتعلم الأحكام والضوابط الخاصة بمهنته أو عمله أو حرفته. كما يلزم الإشارة أيضاً إلى أن تعلم الأحكام والضوابط الخاصة بالمهنة أو الحرفة أو العمل لا يعنى أن يكون الفرد متخصصاً ومتفقهاً في فقه المعاملات المالية إذ أن ذلك يكون فرض كفاية يتولاه رجال الفقه، حيث يقول الحق تبارك وتعالى: ﴿فَلَوْلَا نَفَرَ مِن كُلِّ فِرْقَةٍ مِّنْهُمْ طَآئِفَةٌ لِّيَتَفَقَّهُوا۟ فِى ٱلدِّينِ وَلِيُنذِرُوا۟ قَوْمَهُمْ إِذَا رَجَعُوٓا۟ إِلَيْهِمْ لَعَلَّهُمْ يَحْذَرُونَ ﴿١٢٢﴾﴾ (التوبة: ١٢٢)، وهؤلاء يرجع إليهم في ما ليس له إجابة في كتب الفقه.

ولكن يعنى أن يكون ملماً بهذه الأحكام حتى يستطيع أن يقوم بعمله على الوجه الذى يُرضى الله ورسوله ﷺ، فالقاعدة: أن كل من كان له اختصاص بشيء تعين عليه معرفة الحكم الشرعي لهذا الشيء.

وعلى ذلك، فإن إلمام المسلم بالأحكام والضوابط الشرعية المنظمة للمعاملات فى أسواق الأوراق المالية يُعد فرض عين عليه طالما أنه يعمل في مجال المعاملات المالية .

ما أهمية تعلم الضوابط الشرعية للمعاملات فى سوق الأوراق المالية؟

تتمثل أهمية تعلم الضوابط الشرعية للمعاملات المالية فى سوق الأوراق بالنسبة لكل من يعمل في مجال المعاملات المالية، ومنها سوق الأوراق المالية فيما يلي:

(١) تجنب الوقوع في الحرام.

(٢) تجنب الشبهات في المعاملات.

(٣) تحقيق رضا الله -سبحانه وتعالى- ورسوله.

(٤) تحقيق الخير والبركة والنماء في الأموال.

(٥) تجنب الخلافات بين المتعاملين فى سوق الأوراق المالية.

(٦) ضمان استقرار المجتمع.

(٧) تقديم نموذج يُحتذي به لرجل الأعمال المسلم الذي يلتزم في جميع معاملاته بالضوابط الشرعية.

(٨) أن تعلم هذه الضوابط يُعد فرض عين على كل من أراد أن يعمل في مجال هذه المعاملات، وقد سبق أن أوضحنا ذلك بشكل مفصل.

ما الضوابط الشرعية التى تحكم المعاملات المالية فى سوق الأوراق المالية؟

يحكم جميع المعاملات المالية فى سوق الأوراق المالية، وغيرها من الأسواق، مجموعة من الضوابط الشرعية والتى يجب على كل مسلم أن يعرفها معرفة تامة حتى لا يقع فى الحرام.

ومن أهم هذه الضوابط ما يلى:

(١) أن الأصل في المعاملات الإباحة لقول الحق تبارك وتعالى: ﴿هُوَ ٱلَّذِى خَلَقَ لَكُم مَّا فِى ٱلْأَرْضِ جَمِيعًا﴾(البقرة: ٢٩).

(٢) لا تحريم إلا بنص صريح في كتاب الله -عز وجل- أو سنة نبيه ﷺ أو إجماع ثابت حقيقي متيقن لقوله تبارك وتعالى: ﴿وَمَا لَكُمْ أَلَّا تَأْكُلُوا۟ مِمَّا ذُكِرَ ٱسْمُ ٱللَّهِ عَلَيْهِ وَقَدْ فَصَّلَ لَكُم مَّا حَرَّمَ عَلَيْكُمْ إِلَّا مَا ٱضْطُرِرْتُمْ إِلَيْهِ ۗ وَإِنَّ كَثِيرًا لَّيُضِلُّونَ بِأَهْوَآئِهِم بِغَيْرِ عِلْمٍ ۗ إِنَّ رَبَّكَ هُوَ أَعْلَمُ بِٱلْمُعْتَدِينَ ﴿١١٩﴾﴾ (الأنعام:١١٩).

(٣) أن تحريم ما أحل الله كإحلال ما حرمه وكلاهما يجلب سخط الله وعذابه، وفي ذلك يقول الله تعالى: ﴿قَدْ خَسِرَ ٱلَّذِينَ قَتَلُوٓا۟ أَوْلَٰدَهُمْ سَفَهًۢا بِغَيْرِ عِلْمٍ وَحَرَّمُوا۟ مَا رَزَقَهُمُ ٱللَّهُ ٱفْتِرَآءً عَلَى ٱللَّهِ ۚ قَدْ ضَلُّوا۟ وَمَا كَانُوا۟ مُهْتَدِينَ ﴿١٤٠﴾﴾ (الأنعام:١٤٠)، وعلى ذلك فكلمة حرام كلمة خطيرة وينبغي عدم إطلاقها بدون علم.

(٤) أن جميع ما أحله الله لعباده طيب، قال الله عز وجل: ﴿يَسْـَٔلُونَكَ مَاذَآ أُحِلَّ لَهُمْ ۖ قُلْ أُحِلَّ لَكُمُ ٱلطَّيِّبَٰتُ ...﴾(المائدة: ٤).

(٥) أن منطقة العفو في المعاملات تُركت قصداً من الشارع، حيث يقول الحق تبارك وتعالى: ﴿وَمَا كَانَ رَبُّكَ نَسِيًّا ﴿٦٤﴾﴾(مريم: ٦٤)، كما جاء عن رسول الله ﷺ أنه قال: «**أن الله فرض فرائض فلا تضيعوها، وحد حدودا فلا تعتدوها، وسكت عن أشياء رحمة لكم غير نسيان، فلا تبحثوا عنها**» رواه البخاري.

(٦) للضرورة الشرعية مفهوم محدد وللضرورة الشرعية أسباب وللضرورة الشرعية أيضاً شروط يلزم توافرها حتى تكون ضرورة حقيقية

لا وهمية، وسوف نتناول ذلك فيما بعد بالتفصيل المناسب.

(٧) أن الغاية لا تبرر الوسيلة، فالإسلام لا يقبل الوصول إلى المعاملات الطيبة بالوسائل الخبيثة، ولهذا فالإسلام يرفض جمع المال من طريق حرام حتى وإن تم إنفاقه في الخيرات والصدقات، والرسول ﷺ يقول: «**ولا يقبل الله إلا الطيب**» رواه البخارى ، كما يقول ﷺ: «**إن الله عز وجل لا يقبل صلاة بغير طهور، ولا صدقة من غلول**» رواه النسائى.

(٨) أن النية الصالحة تنقل المعاملة إلى دائرة الطاعة والنية الخبيثة تحبط العمل الذي قد يكون ظاهره العبادة وباطنه غير ذلك، فعن رسول الله ﷺ أنه قال: «**إنما الأعمال بالنيات ولكل امرئ ما نوى فمن كانت هجرته إلى الله ورسوله فهجرته إلى الله ورسوله ومن كانت هجرته لدنيا يصيبها أو امرأة يتزوجها فهجرته إلى ما هاجر إليه**» رواه البخارى.

(٩) أن الفتوى تختلف باختلاف الأزمنة والأمكنة والأحوال والنيات. وليس معنى ذلك أن أحكام الشريعة كلها قابلة لتغير الفتوى، إذ أن الأحكام منها ما لا يتغير بتغير الأزمنة والأمكنة كوجوب الواجبات وتحريم المحرمات ومنها ما يتغير حسب المصلحة زماناً ومكاناً.

(١٠) التعاون في المتفق عليه والتسامح في المختلف فيه واحترام الرأي الآخر وعدم البحث في المسائل الخلافية وجعلها أكبر همنا ومبلغ علمنا، وعدم تضخيم هذه الخلافات حتى لا تأكل أوقاتنا وجهودنا وطاقاتنا.

(١١) يلزم توثيق وإثبات العقود لحفظ الحقوق من الضياع ودليل ذلك قول الحق تبارك وتعالى: ﴿وَأَشْهِدُوٓاْ إِذَا تَبَايَعْتُمْ ۚ وَلَا يُضَآرَّ كَاتِبٌ وَلَا شَهِيدٌ ۚ وَإِن تَفْعَلُواْ فَإِنَّهُۥ فُسُوقٌۢ بِكُمْ ۗ وَٱتَّقُواْ ٱللَّهَ ۖ وَيُعَلِّمُكُمُ ٱللَّهُ ۗ وَٱللَّهُ

﴿بِكُلِّ شَيْءٍ عَلِيمٌ ﴿٢٨٢﴾﴾ (البقرة:٢٨٢).

والتوثيق بدوره قد يكون في الجهات الحكومية كما هو الحال بالنسبة لبيع السيارات والعقارات كما قد يكون بالكتابة والشهود فقط وقد يكون بأى وسيلة حديثة كالتلكس والفاكس والبريد الإلكترونى.

(١٢) أن التراضى بين أطراف العقد وإن كان ركناً من أركان صحة العقد إلا أن هذا التراضى يجب أن لا يُحل حراماً أو يحرم حلالاً فالمسلمون عند شروطهم إلا شرطاً أحل حراماً أو حرم حلالاً.

(١٣) على الرغم من أن اختلاف الفقهاء رحمةً، إلا أن الآراء الفردية لا يُعول عليها ولا يُعتد بها ولا يجوز العمل بها.

(١٤) لا تنفصل القيم الأخلاقية عن المعاملات المالية فى المنهج الإسلامي، ومن ثم يتعين على المسلم الالتزام عند مختلف معاملاته، ومنها المعاملات فى الأسواق المالية، بمجموعة من القيم الأخلاقية، وأهمها:

أ) الأمانة، وأساس ذلك قول الله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَخُونُوا اللَّهَ وَالرَّسُولَ وَتَخُونُوا أَمَانَاتِكُمْ وَأَنتُمْ تَعْلَمُونَ ﴿٢٧﴾﴾ (الأنفال:٢٧) وكذا قول الرسول ﷺ: «**أد الأمانة إلى من ائتمنك ولا تخن من خانك**»، رواه الترمذى. فخيانة الأمانة ليست من المعاملات التي تقابل بالمثل .

ب) الصدق، وأساس ذلك قول الحق تبارك وتعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَكُونُوا مَعَ الصَّادِقِينَ ﴿١١٩﴾﴾ (التوبة:١١٩).

ج) عدم الغش، وأساس ذلك قول الرسول ﷺ :«**من غش فليس منا**»،

رواه الترمذى.

د) عدم الاحتكار، وأساس ذلك قول الرسولﷺ: «**الجالب مرزوق والمحتكر ملعون**» ، رواه ابن ماجه، وكذا قوله ﷺ: «**من احتكر فهو خاطئ**» رواه البخارى.

هـ) السماحة في المعاملات، وأساس ذلك قول الحق تبارك وتعالى: ﴿وَإِن كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ ۚ وَأَن تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ ۖ إِن كُنتُمْ تَعْلَمُونَ ﴿٢٨٠﴾﴾ (البقرة:٢٨٠). ﴿وَإِن كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ﴾، وقال الرسول ﷺ: «رحم الله رجلاً سمحاً إذا باع و إذا اشترى وإذا اقتضى» رواه البخارى.

ما المقصود بالضرورة وماهى أسبابها وشروطها؟

يُقصد بالضرورة: ما لا يتم وجود الإنسان بدونه.

وأما أسبابها فهي: الإكراه، الدفاع الشرعي، الجوع، السفر.

وأما شروطها فهي:

(١) أن تكون الضرورة حقيقية لا متوهمة.

(٢) أن تكون الضرورة حالية لا متوقعة.

(٣) ألا يكون هناك وسيلة أخرى أقل حرمة من الوسيلة التي سوف تُتبع لرفع الضرر.

(٤) أن يدفع الضرر بالقدر الكافي.

(٥) أن يطرق المضطر أبواب الحلال كلها.

وفى ضوء ماسبق، ينبغى على كل منا أن يطبق قاعدة " الضرورات تبيح المحظورات " فى موضعها.

ما حكم المعاملات التى تتضمن فوائد فى أسواق الأوراق المالية ؟

يقول الحق تبارك وتعالى:

﴿ٱلَّذِينَ يَأْكُلُونَ ٱلرِّبَوٰاْ لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ ٱلَّذِى يَتَخَبَّطُهُ ٱلشَّيْطَٰنُ مِنَ ٱلْمَسِّ ۚ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوٓاْ إِنَّمَا ٱلْبَيْعُ مِثْلُ ٱلرِّبَوٰاْ ۗ وَأَحَلَّ ٱللَّهُ ٱلْبَيْعَ وَحَرَّمَ ٱلرِّبَوٰاْ ۚ فَمَن جَآءَهُۥ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِۦ فَٱنتَهَىٰ فَلَهُۥ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُۥٓ إِلَى ٱللَّهِ ۖ وَمَنْ عَادَ فَأُوْلَٰٓئِكَ أَصْحَٰبُ ٱلنَّارِ ۖ هُمْ فِيهَا خَٰلِدُونَ ﴿٢٧٥﴾﴾ (البقرة:٢٧٥).

﴿يَمْحَقُ ٱللَّهُ ٱلرِّبَوٰاْ وَيُرْبِى ٱلصَّدَقَٰتِ ۗ وَٱللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ ﴿٢٧٦﴾﴾ (البقرة:٢٧٦).

﴿يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُواْ ٱتَّقُواْ ٱللَّهَ وَذَرُواْ مَا بَقِىَ مِنَ ٱلرِّبَوٰٓاْ إِن كُنتُم مُّؤْمِنِينَ ﴿٢٧٨﴾﴾ (البقرة:٢٧٨).

﴿فَإِن لَّمْ تَفْعَلُواْ فَأْذَنُواْ بِحَرْبٍ مِّنَ ٱللَّهِ وَرَسُولِهِۦ ۖ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَٰلِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴿٢٧٩﴾﴾ (البقرة:٢٧٩).

ومما يلفت الانتباه فى هذه الآيات الكريمة ما يلى:

(١) أن كل زيادة فى الدَّين نظير الأجل (الربا) هى زيادة لحظية وقتية وهمية، إذ من المقطوع به أن هذه الزيادة سوف تُمحق ﴿يَمْحَقُ ٱللَّهُ ٱلرِّبَوٰاْ﴾، وإن بدا للمتعامل بالربا وغيره وكأن هناك وفرة فى المال، ومحق الشيء فى اللغة يعنى استئصاله وزواله وهلاكه وإبادته.

والتعبير بالمضارع يفيد دوام واستمرار الاستئصال والزوال والهلاك

والإبادة ساعة بعد ساعة وحالاً بعد حال.

والمحق كما يكون فى الدنيا بزوال البركة وهلاك المال يكون فى الآخرة بعدم قبول الصدقة ولا الجهاد ولا الحج بل والعقوبة.

(٢) وفى المقابل فإن كل نقصان مادى فى الأموال نتيجة لأداء الصدقات إنما هو نقصان مادى ظاهرى، وذلك أن مقدار هذا النقصان يربو ويتزايد وينموعند الله سبحانه وتعالى ﴿وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ﴾ .

(٣) أن " أل" الواردة فى لفظ ﴿الرِّبَا﴾ تشمل كل ربا، ما عُرف منه وما سوف يُعرف، الإنتاجى منه والاستهلاكى، اليسير منه والمضاعف، المتراضى عنه وغير المتراضى عنه، المأخوذ من المسلم والمأخوذ من غير المسلم، المأخوذ من الغنى ومن الفقير، المأخوذ من فرد أو مؤسسة أو حكومة، المتفق عليه ابتداءً أو عند تعذر السداد.

(٤) أن آكل الربا لا يقوم فى الحياة ولا يتحرك إلا كما يقوم الذى يتخبطه الشيطان من المس فهو مضطرب قلق متخبط خائف حائر غير مطمئن حتى مع الرخاء المادى.

(٥) أن التعبير بالأكل فى قول الحق تبارك وتعالى ﴿يَأْكُلُونَ الرِّبَا﴾ دلالة على جشع وطمع ونهم ودناءة المتعامل بالربا.

(٦) هناك وعيد لم يرد فى زنى ولا فى خمر ولا فى غيرهما من الكبائر وإنما ورد فقط فى الربا وهذا الوعيد هو الحرب من الله ورسوله وهى حرب محسومة النتائج، وهذه الحرب ليست حرباً بالسيف ولا بالدبابات ولا بالقنابل العنقودية وإنما هى حرب على السعادة وحرب على راحة

البال والطمأنينة وحرب على البركة والنتيجة قلق وخوف واضطراب وحيرة ، وهكذا نجد من يتعاملون بالربا.

(٧) أن الآيات تُعلق إيمان الفرد بتركه ما بقى من الربا ﴿وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَوٰٓا۟ إِن كُنتُم مُّؤْمِنِينَ ﴿٢٧٨﴾﴾ فلا إيمان بغير طاعة ولا إيمان بغير انقياد لأمر الله بترك الربا بجميع صوره، وأقل ما يوصف به من يتعامل بالربا أنه ضعيف الإيمان ضعيف العقيدة .

(٨) أن القرآن الكريم فى منهجه للتعامل مع الربا جاء على غير المتوقع من القيام بالكشف عن الشبهة وتفنيدها من خلال بيان الفروق بين الربا والبيع إذ الربا مُحدد أما ناتج البيع فهو قابل للربح والخسارة، وعلى الرغم من بساطة الرد إلا أن القرآن أعرض عن ذلك وجاء بالحكم الشرعى القاطع كالسيف ألا وهو ﴿وَأَحَلَّ ٱللَّهُ ٱلْبَيْعَ وَحَرَّمَ ٱلرِّبَوٰا۟﴾ .

هذا بالنسبة للآيات التى نزلت فى الربا أما بالنسبة لواقع الفوائد، فإننا نرى مايلى:

(١) أن الفوائد من الربا محرمة شرعاً باتفاق مختلف المجامع الفقهية وفقهاء العصر وعامة المجامع الفقهية.

(٢) أن إثارة الشبهات التي فرغ العلماء من الرد عليها لا تجعل الربا حلالاً مهما تعددت صوره ومهما تعددت شبهاته ومبرراته.

(٣) أن الفتاوى الفردية في إباحة التعامل بالفوائد بنكية كانت أم غيرها مردودة لمصادمتها نصوص الشرع القاطعة بحرمة الربا، وخرقها لإجماع العلماء قديماً وحديثاً وهذه الفتاوى قول شاذ لا يدخل في باب

الاجتهاد إذ لا اجتهاد مع نص. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن الاجتهاد الجماعى لا ينقض إلا باجتهاد جماعى أكبر منه أو مثله على الأقل ولا يكون للمسلم حجة عند الله تعالى إن أخذ بفتوى فرد وترك هذا الإجماع.

(٤) من المعلوم أن التراضي على المحرم لا يحل الحرام ولو كان هذا الأمر صحيحاً لانخرقت الأحكام الشرعية ولأصبح الزنا حلالاً إذا تم بالتراضي.

(٥) لا توجد أي ضرورة شرعية للتعامل بالربا، وقد سبق أن أوضحنا مفهوم الضرورة الشرعية وأسبابها وضوابطها.

(٦) أن إسلامنا أمرنا أن ندع كل ما فيه شك إلى ما لا شك فيه، حيث يقول رسول الله ﷺ: «**دع ما يريبك إلى ما لا يريبك**». رواه الترمذى، أى اترك ما تشك فى كونه حراماً وخذ مالا تشك فى كونه حلالاً.

كما يقول ﷺ: «**الحلال بين و الحرام بين وبينهما مشبهات لا يعلمها كثير من الناس، فمن اتقى المشبهات استبرأ لدينه وعرضه، ومن وقع في الشبهات كراعى يرعى حول الحمى يوشك أن يواقعه، ألا وإن لكل ملك حمى ألا إن حمى الله فى أرضه محارمه ألا وإن فى الجسد مضغة إذا صلحت صلح الجسد كله وإذا فسدت فسد الجسد كله ألا وهى القلب**».رواه البخارى. أى فمن ابتعد عن الأمور التى التبس فيها الحق بالباطل فقد نزه نفسه ودينه وعرضه عن كل سوء وقبيح.

(٧) أن جميع الشبهات التى قدمها من يجيزون الفوائد لا تصلح سبباً لاختلاف الحكم فالزيادة فى جميع الحالات لا يقابلها عوض.

(٨) إن شغل الناس بقضية واحدة وتضخيمها على حساب القضايا الأخرى كانتشار المخدرات وفساد الضمائر وخراب الأخلاق وتعذيب المعتقلين ومشكلة العراق وفلسطين وأفغانستان، وما يحدث بلبنان والسودان وغير ذلك من المشكلات، لا يأتي إلا من خلل في الفهم أو خبث في القصد.

(٩) أن شريعة الله حاكمة لا محكومة وأنها جاءت لإصلاح الناس لا لُيصلحها الناس وأنها جاءت للطاعة لا للتطويع ولتقريب الناس إليها لا لتقريبها إليهم.

(١٠) على كل مسلم ومسلمة أن يستحضر الآيات التالية عند استعراض الآراء التى تجيز التعامل بالفائدة:

﴿وَمَا كَانَ لِمُؤْمِنٍ وَلَا مُؤْمِنَةٍ إِذَا قَضَى ٱللَّهُ وَرَسُولُهُۥٓ أَمْرًا أَن يَكُونَ لَهُمُ ٱلْخِيَرَةُ مِنْ أَمْرِهِمْ ۗ وَمَن يَعْصِ ٱللَّهَ وَرَسُولَهُۥ فَقَدْ ضَلَّ ضَلَٰلًا مُّبِينًا ﴿٣٦﴾﴾ (الأحزاب:٣٦).

﴿يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوا۟ لَا تُقَدِّمُوا۟ بَيْنَ يَدَىِ ٱللَّهِ وَرَسُولِهِۦ ۖ وَٱتَّقُوا۟ ٱللَّهَ ۚ إِنَّ ٱللَّهَ سَمِيعٌ عَلِيمٌ ﴿١﴾﴾ (الحجرات:١).

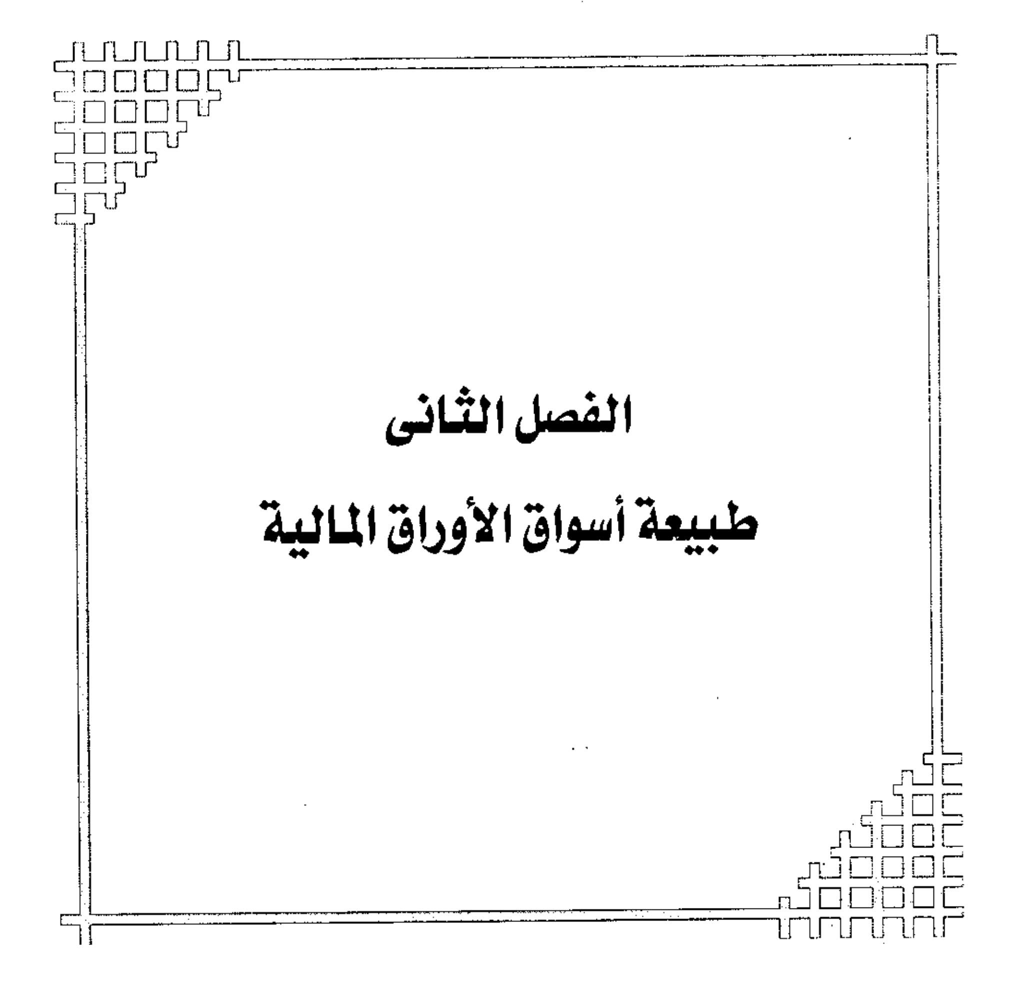
﴿وَإِنْ خِفْتُمْ عَيْلَةً فَسَوْفَ يُغْنِيكُمُ ٱللَّهُ مِن فَضْلِهِۦٓ إِن شَآءَ ۚ إِنَّ ٱللَّهَ عَلِيمٌ حَكِيمٌ ﴿٢٨﴾﴾ (التوبة:٢٨).

﴿أَحَسِبَ ٱلنَّاسُ أَن يُتْرَكُوٓا۟ أَن يَقُولُوٓا۟ ءَامَنَّا وَهُمْ لَا يُفْتَنُونَ ﴿٢﴾﴾ (العنكبوت:٢)

وبعد أن تناولنا مفهوم وأهمية وحُكم تعلم الضوابط الشرعية المنظمة للمعاملات المالية فى أسواق الأوراق المالية، وكذلك تعرفنا على هذه

الضوابط والمقصود بالضرورة الشرعية ومدى انطباقها على معاملات أسواق الأوراق المالية التى تتضمن فوائد، ننتقل فى الفصل التالى للتعرف على طبيعة أسواق الأوراق المالية.

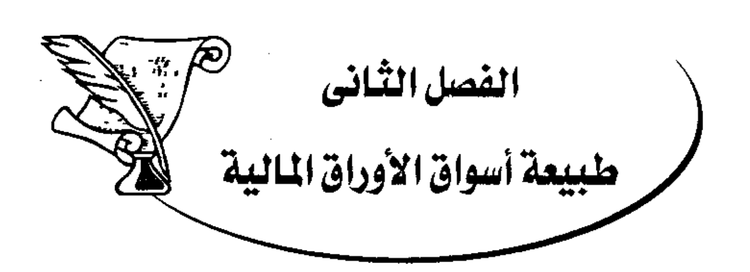
* * *



الفصل الثانى

طبيعة أسواق الأوراق المالية





الفصل الثانى
طبيعة أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

يختص هذا الفصل بالتعرف على المفاهيم والأنواع المختلفة للأسواق كأسواق السلع، وأسواق المال، وكذلك أسواق النقد، وأسواق رأس المال، وأسواق الأوراق المالية، وأهميتها، وأسواق الإصدار، وأسواق التداول، بالإضافة إلى الأسواق الأولية والأسواق الثانوية المنظمة منها وغير المنظمة، مع بيان الشروط الواجب توافرها فى السوق الكفء، ومصادر الحصول على معلومات عن الأوراق المالية، بالإضافة إلى المقصود بأوامر السوق وأهم أنواعها والفرق بين المضاربة والاستثمار وبين السمسار والوسيط.

كما يختص كذلك بالتعرف على طبيعة صناديق الاستثمار وأهم أنواعها.

ويُعتبر هذا الفصل مدخلاً رئيساً ومهماً لتفهم طبيعة الأسواق المالية والفروق الجوهرية بينها بالإضافة إلى طبيعة المعاملات التى تتم فيها.

ما أنواع الأسواق التى يقوم عليها النشاط الاقتصادى ؟

يقوم النشاط الاقتصادى على نوعين من الأسواق، وهما:

الأول: أسواق السلع، وهى الأسواق التى تختص بالتعامل فى الأصول

المادية (الملموسة) كالعقارات والأراضى والمبانى والذهب والخضار والفاكهة وغير ذلك من الأصول المادية، كما يجرى التعامل فى هذه الأسواق أيضاً على الأصول غير الملموسة كخدمات النقل والتخزين والاستشارات .

الثانى: أسواق المال، وهى الأسواق التى يجرى التعامل فيها على الأصول المالية أو النقدية، وهذه الأسواق تقوم بدور كبير فى تحويل الأموال من المقرضين إلى المقترضين أو من الوحدات ذات الفائض فى الطاقات التمويلية إلى الوحدات ذات العجز فى الطاقات التمويلية. وذلك من خلال الأدوات المالية القصيرة والطويلة الأجل.

ما المقصود بأسواق النقد وأسواق رأس المال ؟

يمكن التمييز فى أسواق المال بين نوعين من الأسواق، وذلك على النحو التالى :

أسواق النقد : وهى الأسواق التى يتم التعامل فيها على الأدوات المالية قصيرة الأجل، وهى التى تستحق لفترة تقل عن العام كأذون الخزانة (٣ شهور إلى سنة)، والأوراق التجارية (لاتتجاوز ٢٧٠ يوماً)، وشهادات الإيداع (لا تزيد عن عام) .

أسواق رأس المال : وهى الأسواق التى يتم التعامل فيها على الأدوات المالية طويلة الأجل (تستحق بعد مدة تزيد عن عام) كالسندات، كما يتم التعامل فى هذه الأسواق أيضاً على الأدوات المالية التى ليس لها تاريخ استحقاق (كالأسهم).

ويشتمل سوق رأس المال على كل من سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى

المؤسسات المالية .

ما أنواع أسواق رأس المال ؟

تنقسم أسواق رأس المال إلى :

(أ) المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين.

(ب) سوق الأوراق المالية والتى تنقسم بدورها إلى السوق الأولية والسوق الثانوية.

ما المقصود بسوق الأوراق المالية ؟

هى سوق تلتقى فيها قوى العرض والطلب للأوراق المالية وتتحدد على أساسها أثمانها فى ضوء شروط وضوابط منظمة لذلك.

وقد ظهرت هذه الأسواق نتيجة لحاجة بعض الجهات إلى تمويل ووجود فوائض مالية لدى بعض الجهات الأخرى، وكذلك نتيجة لتعذر تصفية الشركات عند رغبة أحد أو بعض المساهمين فى التخارج أو الانسحاب من الشركة، حيث تُباع حصصهم وتُشترى دون تصفية أو بيع لأصول المشروع. ولذلك، فإن التعامل فى هذه الأسواق لا يجرى على الثروة ذاتها (السلع كما هو الحال فى الأسواق السلعية) وإنما يجرى على حقوق هذه الثروة والتى تتمثل فى الأسهم والسندات.

وتختلف هذه الأسواق عن غيرها من الأسواق فى أن البائع والمشترى لا يلتقيان بل يحظر عليهما دخول المقصورة أو قاعة التداول، وإنما يتم التعامل من خلال شركات الوساطة المالية باعتبارهم وكلاء بالعمولة عن البائعين والمشترين.

وقد يُطلق على سوق الأوراق المالية اسم "البورصة"، والتي يُقال إنها مشتقة من اسم فان دير بورسيه وهو أحد صيارفة مدينة بروج في بلجيكا، والذي كان يجتمع في قصره تجار المدينة لعقد الصفقات التجارية.

ويتكون سوق الأوراق المالية بدوره من السوق الأولية (سوق الإصدار) والسوق الثانوية (سوق التداول).

ما المقصود بالسوق الأولية والسوق الثانوية؟

السوق الأولية : هى السوق التى يتم فيها طرح الأسهم والسندات لأول مرة، أى الأوراق المالية الجديدة التى لم يتم تداولها من قبل. ولذلك، يكون البائع فى هذه السوق هو الشركة المصدرة للأوراق. و تُعرف هذه السوق أيضاً باسم "سوق الإصدار".

ولهذه السوق دورها فى تجميع المدخرات من القطاعات التى لديها فوائض مالية إلى القطاعات التى تعانى من عجز فى الموارد المالية .

السوق الثانوية : هى السوق التى يجرى فيها التعامل على الأوراق المالية التى سبق إصدارها فى السوق الأولية، وبمعنى آخر يتم التعامل فى هذه السوق على الأوراق المالية بين المستثمرين ولا علاقة للشركة بذلك، إذ سبق أن باعتها فى السوق الأولية. ولذلك يطلق على هذه السوق أيضاً اسم "سوق التداول ".

ما المقصود بالسوق الرسمية والسوق غير الرسمية؟

تنقسم السوق الثانوية بدورها إلى سوق رسمية أو منظمة، ويطلق عليها اسم "البورصة" وهى التى يجرى فيها التعامل على الأوراق المالية المقيدة

فى البورصة، وسوق غير رسمية أو غير منظمة، وهى التى يجرى التعامل فيها على الأوراق المالية غير المقيدة فى السوق الرسمية أى خارج البورصة، ولذلك فهى تُعرف أيضاً باسم "السوق الموازية".

وعلى ذلك، لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات فى السوق الموازية أو السوق غير الرسمية كما هو الحال بالنسبة للبورصة إذ قد تتم من خلال الخطوط التليفونية أو الحاسب الآلى أو غير ذلك من وسائل الاتصال.

ولذا، فإنه يمكن اعتبار الأسواق غير المنظمة أسلوباً أو طريقة لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكان لإجراء هذه المعاملات .

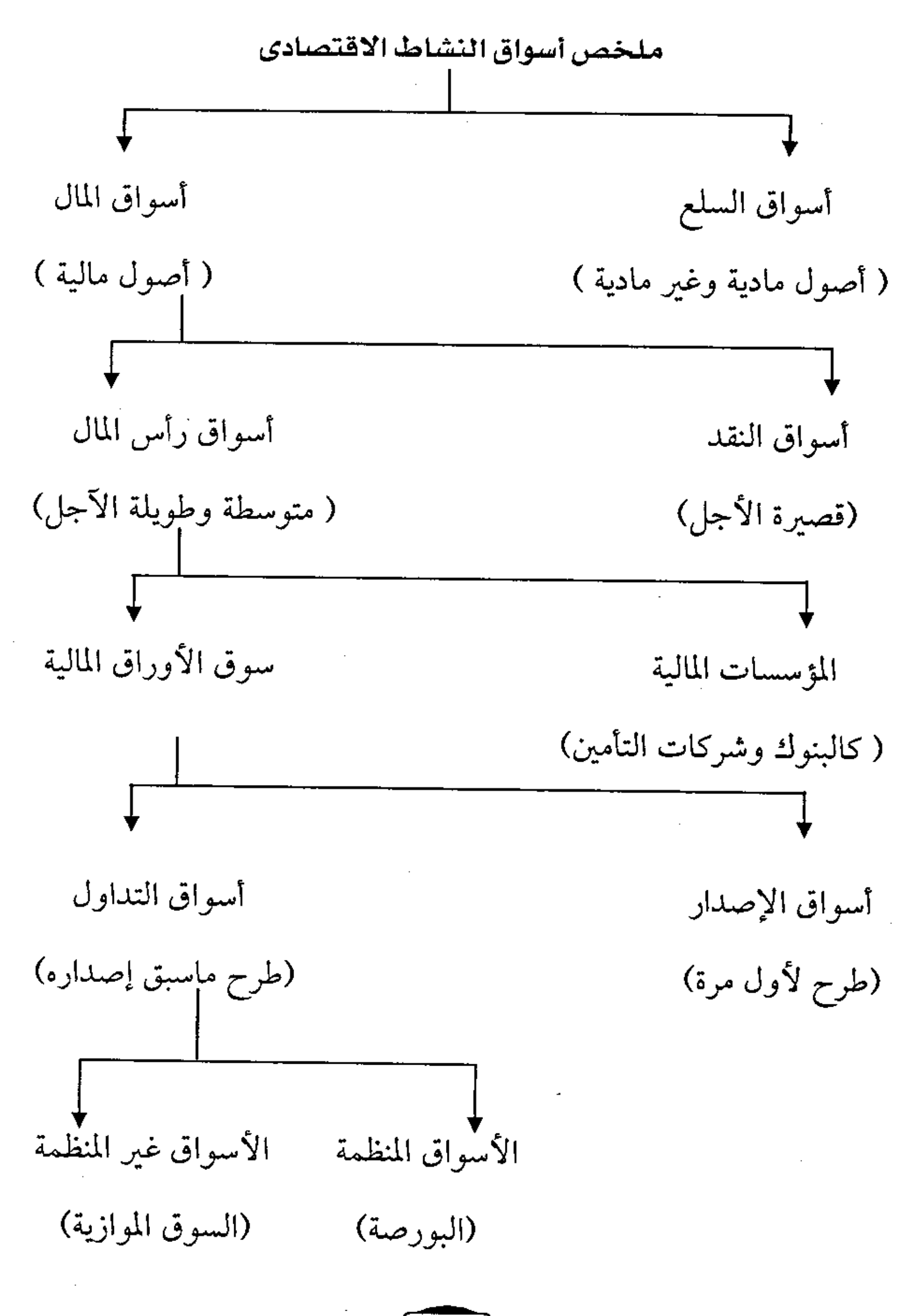
وكما سبقت الإشارة تتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً فى الأوراق المالية غير المسجلة ولاسيما السندات كما تتعامل كذلك فى أسهم الشركات الصغيرة ولا يمنع ذلك من تعامل هذه الأسواق فى الأوراق المسجلة فى الأسواق المنظمة .

كما تتعامل هذه السوق أيضاً فى أدوات المشتقات المالية كالعقود الآجلة، وكذلك فى عقود الاختيارات (كالسوق الرسمية). بالإضافة إلى عقود المبادلات " S waps " بلا منافس.

ويتحدد سعر الورقة فى الأسواق غير المنظمة بالتفاوض بين التجار .

ويؤخذ على الأسواق غير المنظمة غياب آليات الحد من التدهور أو الارتفاع الحاد فى الأسعار .

ونورد فيما يلى ملخصاً للأنواع السابقة للأسواق المختلفة المعروفة فى النشاط الاقتصادى.


ملخص أسواق النشاط الاقتصادى
أسواق السلع
(أصول مادية وغير مادية)
أسواق المال
(أصول مالية)
أسواق النقد
(قصيرة الأجل)
أسواق رأس المال
(متوسطة وطويلة الآجل)
المؤسسات المالية
(كالبنوك وشركات التأمين)
سوق الأوراق المالية
أسواق الإصدار
(طرح لأول مرة)
أسواق التداول
(طرح ماسبق إصداره)
الأسواق المنظمة
(البورصة)
الأسواق غير المنظمة
(السوق الموازية)

ما خصائص أسواق الأوراق المالية فى الدول العربية ؟

تتسم أسواق الأوراق المالية العربية بمجموعة من الخصائص التى تميزها عن الأسواق الغربية، وأهمها ما يلى:

(١) من المسلم به أن أسواق الأوراق المالية - بشكلها الحالى - نشأت فى العالم الغربى، ولذا فهى ملتصقة بالنشاط الربوى وقد تم نقل هذه الأسواق وزراعتها فى البلاد العربية دون تطويع لها لكى تُلائم المعطيات العربية والظروف الاقتصادية والاجتماعية لهذه الدول .

(٢) تبعية أسواق الأوراق المالية فى الدول العربية لأسواق الأوراق المالية فى الدول الغربية، ويظهر هذا واضحاً فى هيكل الأسواق العربية وآلية عملها ونوع الأوراق المالية المطروحة فيها. ولعل المثال الواضح في ذلك نقل المضاربة كنموذج غربى للأسواق العربية دون حتى مجرد التطوير بما يتلاءم مع ظروف الأسواق العربية.

ولا شك أن تبعية أسواق الأوراق المالية العربية للأسواق الغربية جعل الأولى خادمة لأهداف الثانية، كما جعل الأولى تتأثر بالأحداث الاقتصادية فى الثانية .

(٣) عدم مشاركتها بشكل فعّال فى إحداث التنمية الاقتصادية، حيث لا تمثل حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم فى سوق الأوراق المالية وزناً نسبياً هاماً بالنسبة لحجم المدخرات، ومما يؤكد على ذلك أن القطاعات الأكثر حظاً فى الحصول على التمويل من أسواق الأوراق المالية هى القطاعات المالية لا القطاعات الصناعية والتى يفترض أنها تضطلع بدور هام

فى التنمية الاقتصادية .

(٤) محدودية أنواع وأعداد الأوراق المالية المتاحة فى سوق الأوراق المالية، وقصور الجهود المبذولة لتطويرها. ولعل السبب فى ذلك يرجع إلى انخفاض مستويات الدخول الفردية؛ ومن ثم نقص حجم المدخرات الخاصة، وعدم توافر الوعى الاستثمارى، بالإضافة إلى ارتفاع هامش الربح فى الاستثمارات التقليدية كالاستثمار التجارى والعقارى والاستثمار فى الأراضى .

(٥) ضعف كفاءة ونقص أعداد وأحجام الأجهزة والمؤسسات القائمة على نشاط الوساطة المالية.

(٦) نقص المعلومات وقصور أجهزة تجميعها، حيث لا يتاح للكثير من المتعاملين فى السوق معلومات عن أوضاع الشركات العاملة فى السوق، وبفرض إتاحتها فإنها تكون متأخرة، كما أن المعلومات المنشورة لا تحتوى على الدرجة الكافية من الإفصاح وتفتقد إلى القابلية للمقارنة. وأخيراً فإن هناك عجزاً واضحاً فى المؤسسات المختصة بتجميع ودراسة وتحليل ونشر المعلومات الأساسية على سوق الأوراق المالية.

ما أهمية سوق الأوراق المالية؟

يمكن إبراز أهمية سوق الأوراق المالية من خلال ما يلى :

(١) تعتبر أحد القنوات التى تتدفق من خلالها الأموال من الجهات ذات الفوائض الادخارية إلى الجهات التى تحتاج إلى تمويل .

(٢) زيادة فرص العمل من خلال إقامة مشروعات جديدة أو توسيع

المشروعات القائمة .

(٣) تمكين المستثمرين من تنويع محفظة أوراقهم المالية وكذلك تصفية استثماراتهم.

(٤) تحديد أسعار الأوراق المالية بدرجة عالية من العدالة في حالة ما إذا كان السوق كفءًا.

(٥) إتاحة الفرصة لجذب رؤوس الأموال من الخارج.

(٦) المساهمة في التنمية الاقتصادية من خلال تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار.

ما الشروط الواجب توافرها فى السوق الكفء؟

هناك مجموعة من الشروط يلزم توافرها فى سوق الأوراق المالية حتى يتسم هذا السوق بالكفاءة، ومن أهم هذه الشروط ما يلي:

(١) إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين فى السوق فى نفس اللحظة أى عدم وجود فواصل زمنية بين حصول مستثمر وآخر على المعلومات .

(٢) إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين بدون تكاليف .

(٣) عدم وجود قيود على التعامل، حيث يمكن لكل مستثمر أن يبيع أو يشترى أى عدد من الأوراق المالية.

(٤) وجود عدد كبير من المستثمرين بحيث لا يؤثر تصرف أحدهم أو بعضهم تأثيراً ملموساً على سعر الورقة المالية.

(٥) أن يتصف المتعاملون فى السوق بالرشد الاقتصادى.

وفى ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم هى القيمة العادلة.

وتجدر الإشارة إلى أنه فى ظل هذه السوق لا يمكن لأى من المتعاملين أن يحقق عائداً غير عادى أى عائد يفوق ما يحققه غيره، وبمعنى آخر لن يتاح للمضاربين تحقيق أرباح غير عادية نظراً لتساوى فرصهم.

ما مصادر الحصول على معلومات عن القيم السوقية للأوراق المالية المتداولة فى سوق الأوراق المالية ؟

من أهم مصادر الحصول على المعلومات اللازمة للمستثمر عن القيم السوقية للأوراق المالية ما يلى :

(١) الصحف اليومية، حيث تفرد بعض الصحف صفحات منها للأخبار التى تهم المستثمرين. وحتى يكون هذا المصدر فعالاً يجب أن تتسم الصحيفة بالدقة والسرعة فى نقل المعلومات.

(٢) المجلات المالية المتخصصة فى مجال المال والأعمال.

(٣) تقارير المنشآت المصدرة للأسهم، وأهمها قائمة الدخل والميزانية العمومية وهذه التقارير قد تكون ربع أو نصف سنوية كما تكون سنوية.

ويلزم توخى الحذر عند تفسير محتويات التقارير الصادرة عن المنشآت إذ قد تكون هذه التقارير متحيزة.

(٤) مطبوعات بيوت السمسرة، حيث يوجد فى كثير من بيوت السمسرة أقسام خاصة للدراسات والبحوث والتى تقدم معلومات للمتعاملين

فى السوق .

ويلزم أيضا توخى الحذر عند استعمال هذه البيانات إذ أن بعض هذه البيوت لايهمها إلا الحصول على العمولات.

ويلزم الإشارة هنا إلى أن هذه المصادر تقدم بيانات فى شكل مادة خام، ولذلك فهى تحتاج إلى دراسة وتحليل كما أن هذه البيانات تخص الماضى وقرارات الاستثمار تتعلق بالاستثمار فى المستقبل. ولذلك يجب على المستثمر أن يأخذ ذلك فى الاعتبار عند اتخاذ قرارات الاستثمار.

ما المقصود بمؤشر داو جونز ؟

يُعد هذا المؤشر من أقدم المؤشرات الأمريكية التى تهتم بقياس التحركات فى سوق الأوراق المالية ، حيث يقيس متوسط أسعار عدد من أسهم الشركات التى تنتمى إلى مختلف الصناعات .

ويتم تعديل هذا المؤشر بصفة منتظمة حتى يعكس التغيرات التى تحدث فى أسعار الأسهم .

ويواجه هذا المؤشر عدة انتقادات، لعل أهمها أنه يُعبر عن معدل أسعار أسهم الشركات العملاقة حيث لا يُمثل مجموع الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم. ولذلك فهو بعيد عن تمثيل كامل السوق.

ما المقصود بأمر السوق ؟

يُقصد بأمر السوق ذلك الأمر الصادر من المشترى والذى ينطوى على رغبته فى شراء أسهم أو الأمر الصادر من البائع والذى ينطوى على رغبته فى بيع أسهم.

وقد يكون هذا الأمر مكتوباً، وفي هذه الحالة لا يوجد شكل محدد له، كما قد يكون الأمر شفهياً وهذا هو الغالب.

ما أنواع الأوامر في سوق الأوراق المالية ؟

يمكن تصنيف الأوامر من عدة زوايا ، أهمها ما يلى :

(أ) من حيث طريقة تحديد الأسعار.

(ب) من حيث مدة سريان الأمر .

(ج) من حيث ملكية الأوراق المالية موضوع الصفقة.

(د) من حيث حجم الأمر .

(هـ) من حيث طريقة تنفيذ الأمر .

وسوف يتم التركيز على الأنواع الثلاثة الأُولى.

(أ) من حيث طريقة تحديد الأسعار

يمكن تصنيف الأوامر من حيث طريقة تحديد الأسعار إلى ما يلى :

(١) الأمر المحدد ، وفيه يحدد العميل للوسيط مسبقاً السعر الذى يجب أن يبيع أو يشترى به، فيحدد السعر الأدنى فى حالة البيع والأعلى فى حالة الشراء .

(٢) أمر السوق ، ولا يحدد فيه العميل للوسيط السعر، وإنما يترك ذلك له والذى يقوم بدوره بالشراء أو البيع بأفضل الأسعار. ولذا ، يطلق على هذا النوع من الأوامر أوامر السعر الأفضل .

ويفضل الوسيط فى هذه الحالة تنفيذ الأمر عند استلامه .

ويعتبر أمر السوق أكثر الأوامر شيوعاً فى أسواق الأوراق المالية بل إن نسبته تمثل ٨٥٪ من حجم أوامر السوق مجتمعة .

(٣) الأمر بسعر الافتتاح، وفيه يتم تنفيذ الأمر بأول سعر للورقة المطلوبة عند افتتاح التعامل.

(٤) الأمر بسعر الإقفال، وفيه يتم تنفيذ الأمر بآخر سعر للورقة المطلوبة قبل إقفال السوق بنصف دقيقة.

(٥) الأمر بسعر محدد، وفيه يحدد صاحب الأمر للوسيط السعر المطلوب الشراء أو البيع به.

(ب) من حيث مدة سريان الأمر.

يمكن تصنيف الأوامر من حيث مدة سريان الأمر إلى ما يلى :

(١) الأمر ليوم واحد ، وهو الأمر الذى تنتهى مدة سريانه تلقائياً بنهاية يوم العمل الذى صدر خلاله .

وتجدر الإشارة إلى أنه ما لم يحدد العميل مدة بعينها فإن كل أوامر السوق عادة تعتبر ليوم واحد .

(٢) الأوامر المفتوحة ، يستمر سريان هذا النوع من الأوامر حتى تلغى من قبل العميل أو يقوم السمسار بتنفيذه بالفعل أو يخطر العميل بفشله فى تنفيذه .

(٣) الأمر للتنفيذ فى الحال أو الإلغاء ، وفى هذا النوع من الأوامر يطلب العميل من سمساره أن ينفذ فوراً أكبر كمية ممكنة من الطلب وإلا عدم تنفيذ أى شيء بعد ذلك .

(ج) أنواع الأوامر من حيث ملكية الأوراق

يمكن تصنيف الأوامر من حيث ملكية الأوراق المالية إلى ما يلى :

(١) **الأوامر المكشوفة** ، وفى هذا النوع من الأوامر لا يمتلك العميل الأوراق المالية موضوع الصفقة وسيقوم عندما يحين موعد تنفيذها بشرائها أو اقتراضها من غيره من المضاربين .

(٢) **الأوامر مع ملكية الأوراق المالية** ، وفى هذا النوع من الأوامر يكون العميل مالكاً فعلياً للأوراق المالية موضوع الصفقة .

ما المقصود ببنك الاستثمار؟ وما وظائفه؟

سبق أن أوضحنا أن السوق الأولى هي السوق التي تُعرض فيها الورقة المالية لأول مرة.

وعادة ما يتم عرض هذه الأوراق عن طريق مؤسسة مالية متخصصة يُطلق عليها اسم بنك الاستثمار أو المتعهد.

وعلى ذلك، فبنك الاستثمار مجرد وسيط بين الجهة التى قررت إصدار الورقة المالية وبين جمهور المستثمرين.

ويمكن تحديد الوظائف الرئيسية لبنك الاستثمار أو المتعهد فى الوظائف التالية :

(١) تقديم دراسة جدوى إلى الجهة طالبة الإصدار، وعادة ما تتضمن هذه الدراسة حجم الإصدار المناسب، وتوقيت طلبه، والوسائل البديلة الأخرى لحصول الجهة على التمويل اللازم لها.

(٢) اتخاذ الإجراءات اللازمة للإصدار ولاسيما مع الجهات الرسمية .

(٣) العمل على تصريف الأوراق المالية، وقد يضمن البنك حداً أدنى من الإصدار.

(٤) بيع الأوراق المالية للجمهور وتحصيل قيمتها.

وقد تقوم البنوك التجارية فى بعض الدول بهذا الدور كما قد تتولى الجهة المصدرة تصريف الأوراق المالية بطريقة مباشرة عن طريق الاتصال بالمؤسسات المالية الكبيرة التى يمكن لها بيع هذه الأوراق .

من أعضاء البورصة وما دور كل منهم؟

يتمثل أعضاء البورصة فى مجموعة من الجهات، أهمها ما يلى :

(١) السماسرة الوكلاء : وهم فئة تتعامل مع الجمهور وعن طريقهم يتم تنفيذ أوامر العملاء بالشراء والبيع مقابل عمولة.

(٢) سماسرة الصالة : وهم أشخاص ينفذون الأوامر التي يُعهد إليهم بها من الجمهور وأيضاً السماسرة الوكلاء .

(٣) تجار الصالة : وهم أشخاص يعملون لحسابهم فقط أى أنهم لا ينفذون أى عمليات للجمهور ولا للسماسرة وعادة ما ينفذون عمليات بيع وشراء سريعة للاستفادة من فروق الأسعار.

(٤) المتخصصون : وهم أشخاص يتخصص كُل منهم فى التعامل فى ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق المالية.

ولذا، فإنه لا يوجد أكثر من متخصص يعمل فى ورقة واحدة .

وتجدر الإشارة إلى أن المتخصصين لهم دور كبير فى ضبط إيقاع السوق، حيث يلجأون إلى تخفيض هامش الربح لجذب مشترين جدد كما قد يرفعون الهامش عندما يزيد الطلب. ولذا، فإنه يمكن القول بأن سعر بيع أى ورقة فى السوق يتحدد فى السوق – بدرجة كبيرة – على أيدى المتخصصين .

ما الفرق بين السمسار والوسيط ؟

السمسار يقوم بالوساطة بين البائع والمشترى فى التعاقدات دون أن يتعاقد باسم أى منهما، أما الوسيط " The broker " فهو يتعاقد فعلاً بصفته وكيلاً عن المشترى أو وكيلاً عن البائع فى سوق الأوراق المالية .

ما الخدمات التى يمكن أن تقدمها بيوت السمسرة ؟

يمكن تحديد أهم الخدمات التى تقدمها بيوت السمسرة لعملائها فى الخدمات التالية :

(١) حفظ وحماية محفظة الأوراق المالية للعميل، وبالتالى لا يكون العميل فى حاجة إلى نقل هذه الأوراق أو تأجير خزائن خاصة بها .

(٢) تحصيل عوائد الأوراق المالية فى تواريخ استحقاقها .

(٣) توفير المعلومات اللازمة عن أسعار الأوراق المالية فى السوق للعميل.

(٤) شراء وبيع الأوراق المالية لحساب العميل.

(٥) تقديم تسهيلات ائتمانية للعملاء.

(٦) تقديم النصح والمشورة للعملاء ولاسيما فيما يتعلق بالبيع أو الشراء من عدمهما.

(٧) إدارة محفظة الأوراق المالية للعميل.

ما المقصود بصناديق الاستثمار؟

يمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنها أوعية مالية تسعى إلى تجميع مدخرات الأشخاص واستثمارها فى الأوراق المالية عن طريق جهة متخصصة ذات خبرة فى إدارة محافظ الأوراق المالية، وذلك بهدف تقليل مخاطر الاستثمار وزيادة العائد .

وعلى ذلك، فإن الوظيفة الأساسية لهذه الصناديق هى شراء وبيع الأوراق المالية ذات الفرص الاستثمارية المناسبة لمشروعات قائمة بالفعل ودون أن يكون لها الحق فى اقتحام مجالات الاستثمار المباشر كإنشاء المشروعات أو تملكها، كما لا يجوز لها مزاولة أية أعمال مصرفية كإقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة فى المعادن النفيسة أو نحو ذلك .

وتعتبر صناديق الاستثمار - بذلك - أحد أساليب الاستثمار الجماعى التى ترتبط بسوق الأوراق المالية وما تتشكل منه هذه السوق من أسهم وسندات بأنواعهما المختلفة، وكذا شهادات الادخار والإيداع وأذون الخزانة وغيرها مما قد يستجد من أدوات التمويل . ولذا، فإن نجاح هذه الصناديق يعتمد - جزئياً - على مدى قوة وفاعلية سوق الأوراق المالية .

وتقوم هذه الصناديق بإصدار صكوك مالية تعرف باسم وثائق الاستثمار.

وعادة ما يلجأ إلى الاستثمار فى هذه الصناديق الأفراد الذين لا تتوافر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة خاصة من الأوراق المالية، وكذا

الأفراد الذين تنقصهم الخبرة اللازمة لتكوين محفظة منتقاة من هذه الأوراق بالإضافة إلى من لديهم موارد وخبرة ولكن ليس لديهم الوقت الكافى لذلك.

ما أهمية صناديق الاستثمار بالنسبة للمستثمر والاقتصاد القومى ؟

تحقق صناديق الاستثمار العديد من المزايا بالنسبة للمدخر الفرد، وكذا بالنسبة للاقتصاد القومى. فعلى مستوى الفرد يمكن القول بأنه على الرغم من أن المدخر يستطيع أن يستثمر أمواله استثماراً مباشراً عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية فى سوق الأوراق المالية، إلا أن قيامه باستثمار هذه الأموال عن طريق صناديق الاستثمار يتيح له تخفيض درجة المخاطر التى قد يتعرض لها، كما يتيح له الفرصة للمشاركة في الأرباح الرأسمالية الناتجة عن زيادة القيمة السوقية للوثيقة، وكذا أرباحه نتيجة الاستفادة من قوة المركز التفاوضى للصندوق وخبراته المتخصصة في هذا النوع من الاستثمار، بالإضافة إلى إمكانية تسييل وثيقة الاستثمار عند الحاجة، فضلاً عن توفير المرونة الكافية واختيار الصندوق الملائم لأهدافه، وحصوله على عائد دورى - في بعض الصناديق - وسهولة دخوله أو خروجه من الصندوق، وهو مالا يتوافر لمالكى الأسهم نظراً لعدم اكتمال كفاءة سوق الأوراق المالية في بعض الدول ولاسيما العربية منها.

هذا على المستوى الفردى. أما على المستوى القومى، فإن صناديق الاستثمار تعتبر أحد أدوات التمويل الداخلى للاقتصاد القومى . ولذا، فإن الدول المختلفة تسعى إلى تدعيم وتنشيط هذه الصناديق بغرض المحافظة على المدخرات الوطنية من خلال توفير قنوات استثمار مأمونـــة، والمساهمة فى

جذب رأس المال المكتنز وتحويله إلى استثمارات فعالة تسهم فى زيادة معدلات النمو الاقتصادى ، والمساعدة فى تحقيق أهداف برامج الإصلاح الاقتصادى وخاصة فيما يتعلق بتوسيع قاعدة الملكية عن طريق تحويل ملكية القطاع العام إلى قطاع خاص ، وكذا العمل على توطين المدخرات المحلية، مع جذب رؤوس الأموال الأجنبية ومساهمتها فى تحقيق التنمية الاقتصادية، بالإضافة إلى توفير التمويل الداخلى اللازم لإقامة المشروعات أو التوسع فيها .

ومن هنا كان اهتمام الدول المختلفة بإصدار التشريعات التى تنظم عمل صناديق الاستثمار، وتوفير المناخ المناسب لها .

ما أنواع صناديق الاستثمار؟

نظراً لاختلاف وتعدد أهداف ورغبات المستثمرين، فإن أنواع صناديق الاستثمار تتعدد وتختلف فيما بينها حتى يمكنها الوفاء باحتياجات المدخرين .

ويمكن فى هذا الصدد التميز بين صناديق الاستثمار من حيث رأسمالها، وكذا من حيث الأهداف التى تسعى إلى تحقيقها، وذلك على النحو التالى :

أولاً : تصنيف صناديق الاستثمار من حيث رأس المال

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لطبيعة رأس مالها إلى صناديق ذات رأس مال ثابت وأخرى ذات رأس مال متغير، وذلك على النحو التالى:

(أ) صناديق الاستثمار ذات رأس المال الثابت

تجيز بعض التشريعات لشركات المساهمة من غير البنوك وشركات التأمين تأسيس صناديق استثمار ذات رأسمال ثابت. ويقصد بها تلك الصناديق التى تقوم بإصدار وثائق استثمار بقيمة تعادل عشرة أمثال رأس مال شركة الصندوق(خمسة ملايين) للاكتتاب العام مرة واحدة عند تأسيسها. ومن ثم، يكون العدد الكلى لوثائق الاستثمار المصدرة غير قابل للزيادة.

ويطلق على هذه الصناديق أيضاً اسم صناديق الاستثمار المغلقة باعتبار أنه لا يجوز لها إعادة شراء - وثائقها من المدخرين، ومن ثم لا يستطيع المدخر دخول هذا الصندوق - بعد غلق الاكتتاب - ما لم يجد آخر يقبل التنازل له فى البورصة، كما يظل المدخر بدوره مالكاً لوثائق هذا الصندوق ما لم يجد لها مشترياً عن طريق البورصة .

(ب) صناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير

تجيز بعض القوانين للبنوك وشركات التأمين دون غيرهما إنشاء ما يعرف باسم صناديق الاستثمار المفتوحة . ويقصد بها تلك الصناديق التى يكون رأسمالها قابلاً للزيادة عن طريق قيامها بإصدار وثائق استثمار لمواجهة احتياجات المدخرين الجدد الراغبين فى الانضمام إليها طالما كانت هذه الوثائق فى حدود رأس المال المعتمد . كما يجوز لها أيضاً تخفيض رأسمالها عن طريق قيامها بإعادة شراء وثائقها من المدخرين الذين يرغبون فى الخروج منها . ولذا تعرف هذه الصناديق أيضاً باسم الصناديق المفتوحة باعتبار أنها تترك الباب مفتوحاً لدخول مدخرين جدد وخروج غيرهم .

وطالما أن الصندوق يقبل إعادة شراء ما سبق أن أصدره من وثائق، فإن هذه الوثائق لا يتم تداولها فى سوق الأوراق المالية، وبالتالي يلزم تحديد سعر معلن للاسترداد مرةً على الأقل أسبوعياً .

وتستجيب هذه الصناديق لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة فى مقدمة أهدافهم الاستثمارية . ولذا، فإن هذه الصناديق تتعرض لمخاطر عدم كفاية السيولة المتوفرة فى حالة الاسترداد المكثف وتجاوز طلبات الاسترداد لطلبات الاكتتاب .

ويندرج تحت هذين النوعين من الصناديق - المغلق والمفتوح - العديد من أنواع الصناديق الأخرى، والتى يمكن تصنيفها بدورها وفقاً لأهدافها .

ثانياً : تصنيف صناديق الاستثمار من حيث الأهداف

عادة ما يتحدد هدف صندوق الاستثمار فى ضوء الفرص الاستثمارية المتاحة فى السوق، بالإضافة إلى رغبات المدخرين والتى قد تتمثل - في الغالب - فى تنمية رأس المال أو الحصول على عائد أو هما معاً، وذلك على النحو التالى :

(أ) صناديق النمو الرأسمالى (العائد التراكمى)

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق نمو مستقبلى فى رأس المال وتحسن فى القيمة السوقية لمحفظة الأوراق المالية - ومن ثم قيمة الوثائق - وذلك من خلال إعادة استثمار الأرباح المحققة والمحتجزة بدلاً من توزيعها .

وعادة ما تشتمل محفظة هذه الصناديق على أسهم عادية تابعة لمنشآت صناعية أو تجارية قائمة منذ فترة وتتسم بدرجة عالية من النمو. وقد تركز

بعض هذه الصناديق على الشركات الحديثة نسبياً التى يتوقع لها النجاح .

وبصفة عامة تتناسب هذه الصناديق مع المدخرين الذين لا يعتمدون على أرباح مدخراتهم فى تغطية نفقات معيشتهم وكذلك المدخرين الذين عندهم القدرة على تقبل المخاطرة . ولذا تعرف سياسة هذه الصناديق بأنها سياسة نشطة أو هجومية.

(ب) صناديق الدخل الدورى

تهدف إدارة هذه الصناديق إلى تحقيق وتوزيع إيراد دورى مستقر من أوراق محفظتها المالية، بصرف النظر عن نمو رأس المال .

وعادة ما تحتوى محفظة هذه الصناديق على السندات وأذون الخزانة وغيرهما من الأدوات التى تمثل مديونية بالإضافة إلى الأسهم الممتازة .

وتتناسب هذه الصناديق مع المدخرين الراغبين فى الحصول على عائد دورى مستقر وثابت من مدخراتهم لتغطية أعباء المعيشة، وكذا المدخرين الذين لا يرغبون فى تحمل المخاطرة ويركزون على عامل الأمان والاستقرار. ولذا تعرف سياسة هذه الصناديق بأنها سياسة تحفظية .

(ج) صناديق النمو والدخل

يجمع هذا الصندوق بين هدفى الصندوقين السابقين، فهو يسعى إلى توزيع جزء من العائد بشكل دورى مع تحقيق نمو فى قيمة الوثائق من خلال إعادة استثمار باقى العائد فى شراء أوراق مالية .

وعادة ما تتشكل المحفظة المالية لهذه الصناديق من مزيج من الأسهم العادية والممتازة بالإضافة إلى الأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت

كالسندات. ولذا تعرف سياسة هذه الصناديق بأنها سياسة متوازنة.

وقد تعطى بعض هذه الصناديق الأولوية لهدف النمو فتزيد من استثماراتها فى الأسهم وتقلل من استثماراتها فى السندات، فى حين قد يعطى البعض الآخر الأولوية لهدف الدخل فتزيد من استثماراتها فى السندات وأذون الخزانة وتقلل من استثماراتها فى الأسهم .

وفى ضوء تنوع أهداف صناديق الاستثمار، يمكن القول بأنه يتعين على المدخر أن يحدد هدفه بوضوح قبل اختيار الصندوق. إذ قد يكون الهدف من المشاركة هو الحصول على مكاسب رأسمالية أو الحصول على دخل منتظم أو الاثنين معاً، كما يجب عليه أيضاً أن يحدد حجم المخاطر التى يكون على استعداد لتحملها، وذلك أن لكل اختيار من هذه الاختيارات صندوقه المناسب.

وقد يبدو من المناسب الإشارة - بعد تعرضنا لأنواع صناديق الاستثمار - إلي أنه إذا كان المدخر يتمتع بقدر من الحرية فى اتخاذ قراره فيما يتعلق بدرجة استعداده لقبول خطر معين، وكذا عائد متوقع، فإن حرية مدير صندوق الاستثمار تكون مقيدة بالأهداف المعلنة لمستثمريه والتى تم بناءً عليها اختيارهم للصندوق .

ما دور المعلومات المحاسبية فى نجاح أسواق رأس المال ؟

بصفة عامة، يمكن القول بأن زيادة فاعلية أسواق الأوراق المالية ترتبط ارتباطاً وثيقاً بما توفره النظم المحاسبية من معلومات عن الأوراق المالية التى يتم تداولها بها، وكذا عن الشركات المصدرة لها . ولذا يرى الكاتب أن المعلومات المحاسبية يمكن أن يكون لها دور كبير فى نجاح وزيادة فاعلية

صناديق الاستثمار، وذلك من خلال :

(أ) توفير المزيد من الإفصاح فى محتويات القوائم المالية للشركات المصدرة للأسهم واعتبار ما نصت عليه التشريعات فى هذا الصدد هو الحد الأدنى .

(ب) إعطاء أهمية خاصة للمذكرات والملاحظات التى يتم تذييل القوائم المالية للشركات بها، وبصفة خاصة فيما يتعلق بالطرق والمبادئ المحاسبية التى تتبعها الشركات والأصول والالتزامات المحتملة وحقوق الدائنين.

(جـ) التوسع فى استخدام القوائم والكشوف والبيانات الإضافية، وكذا الملاحق واعتبار ذلك متمماً للقوائم المالية المنشورة عن الشركات .

(د) إتاحة التقارير والقوائم المالية للشركات للمستفيدين منها فى الوقت المناسب.

(هـ) أن يتوافر فى المعلومات الواردة بالتقارير المالية للشركات الوضوح والقابلية للفهم من قبل مستخدميها .

(و) الإفصاح عن البنود غير العادية كالتغيرات فى السياسات المحاسبية والظروف الطارئة والأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية.

(ز) الإفصاح عن أسس ونسب توزيع الأرباح.

(ح) الإفصاح عن الأسس التى تتبعها الشركات في تحميل المخصصات.

(ط) الإفصاح عن موارد واستخدامات الشركات.

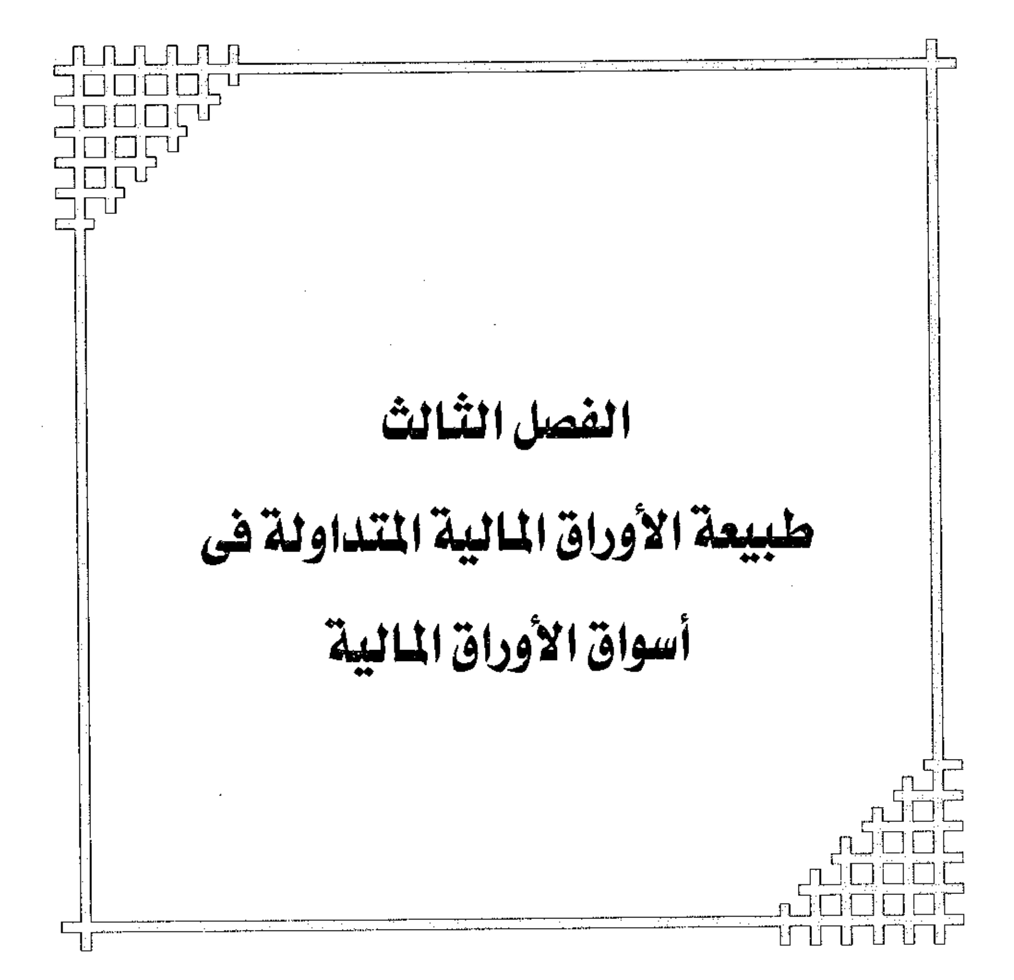
ولاشك أن هذه العوامل من شأنها أن تعمل على توفير وترسيخ الثقة

والطمأنينة لدى المستثمرين - وكذا الراغبين فى الاستثمار - فى الأوراق المالية فضلاً عن إتاحة الفرصة لهم لاتخاذ قرار التعامل مع هذه الورقة أو تلك.

وتجدر الإشارة إلى أن عبء الإفصاح المالى والمحاسبى لا يقع على عاتق المحاسب الذى يعد المعلومات المالية والمحاسبية أو المراقب الذى يضفي الثقة عليها فقط وإنما يقع أيضاً على عاتق الجهات الرقابية والتى يتعين عليها التحقق من مدى الوفاء بالمعلومات التى يحتاج إليها المستثمرين من حيث النوع والكم والوقت.



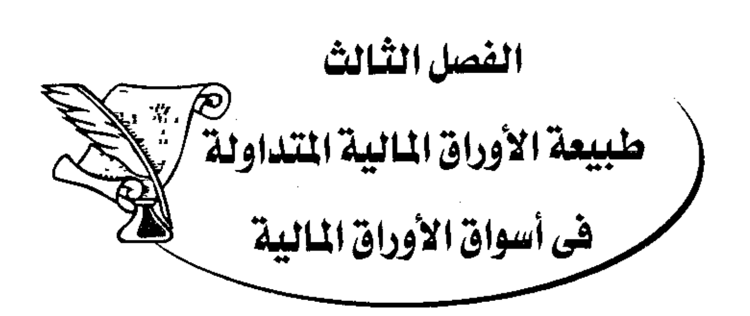




الفصل الثالث

طبيعة الأوراق المالية المتداولة فى أسواق الأوراق المالية





الفصل الثالث
طبيعة الأوراق المالية المتداولة فى أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

سبق أن أشرنا إلى أن الأسواق المالية تقوم بدور كبير في نقل الأموال من الجهات التي لديها فائض في الموارد إلى الجهات التي تعاني من عجز في هذه الموارد. وتمثل الأوراق المالية الأدوات التي يمكن من خلالها نقل هذا الفائض، وكلما كانت هذه الأدوات متعددة ومتطورة كلما انتقل الفائض بكفاءة أكبر.

ويختص هذا الفصل بالتعرف على طبيعة الأوراق المالية المتداولة فى أسواق الأوراق المالية، حيث يتم تناول مفهوم وخصائص كل نوع من أنواع الأسهم، وحقوق وواجبات مالكيها، والمقصود باشتقاق الأسهم ودواعى إصدار الأسهم المجانية، والأسهم المضمونة. كما يتم تناول مفهوم وخصائص السندات، والفروق الجوهرية بينها وبين الأسهم. وكذلك مفهوم وخصائص كل من أذون الخزانة ووثائق الاستثمار وصكوك التمويل.

ما المقصود بالأسهم وما حقوق وواجبات مالكيها؟

تمثل الأسهم صكوكاً تثبت ملكية حاملها لحصة فى رأس مال الشركات المساهمة.

وتُخول الأسهم لمالكها مجموعة من الحقوق، أهمها ما يلى:

(١) حق التصويت فى الجمعية العامة للمساهمين.

(٢) حق الرقابة على أعمال الشركة.

(٣) حق البيع أو التنازل عن ملكية الأسهم.

(٤) حق الحصول على نصيبه من الأرباح التى تقرر المنشأة توزيعها.

(٥) حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة.

(٦) حق الحصول على نصيبه من الاحتياطيات.

(٧) حق الحصول على نصيبه من موجودات ـ أصول ـ الشركة عند تصفيتها.

ويلزم الإشارة هنا إلى أنه لا يوجد ما يضمن للمساهم استرداد القيمة التى سبق أن دفعها لشراء الأسهم بل قد لا يسترد شيئاً منها .

كما يتحمل مالك السهم نصيبه من الخسائر فى حالة تحققها، وتتحدد مسئوليته بمقدار المبلغ الذى قدمه (حصته فى رأس المال).

ويتضح مما سبق أن علاقة مالك السهم بالشركة المصدرة لها هي علاقة مشاركة وملكية لا علاقة دائنية ومديونية.

ما خصائص الأسهم؟

تتسم الأسهم بمجموعة من الخصائص، أهمها ما يلى:

(١) الأسهم صكوك متساوية القيمة، وهذا يمنح لكل حامل سهم بالضرورة نفس حقوق حامل السهم الآخر طالما كانت أسهمهما عادية. وعادة ما

تُحدد التشريعات في كل دولة الحد الأدنى والأعلى للقيمة الاسمية للسهم.

(٢) عدم قابلية السهم للتجزئة، ومن ثم لا يجوز تعدد مالكى السهم الواحد أمام الشركة إذا آلت ملكيته لأكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو غير ذلك، فهذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسرى فى مواجهة الشركة. ولذا يتعين عليهم تحديد أحدهم أو غيره لتمثيلهم أمام الشركة. وهذه الخاصية من شأنها تسهيل مباشرة الحقوق التي لا يتصور تجزئتها كحق التصويت في الجمعية العمومية.

(٣) قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية متى كانت هذه الأسهم اسمية، وذلك عن طريق نقل القيد باسم المتنازل إليه فى سجل المساهمين بالشركة.

وفى حالة الأسهم لحاملها يتم التنازل عن طريق التسليم المادى. ولا شك أن هذه الخاصية هي التي تفرق بين شركات الأشخاص وشركات الأموال.

وهناك استثناءات ترد على هذه الخاصية كعدم قابلية أسهم مؤسسي الشركة للتداول لفترة معينة بهدف الحد من قيام شركات غير جادة بتخلص مؤسسوها من أسهمهم بعد تأسيسها، وكذلك عدم قابلية الأسهم للتداول إلا بعد صدور أول ميزانية عمومية سنوية للشركة حتى يتم بناء التداول على معلومات حقيقية عن المركز المالي.

(٤) عدم وجود تاريخ استحقاق محدد للأسهم طالما أن الشركة مستمرة فى

مزاولة أنشطتها.

وهذه الخصائص تميز الأسهم عن السندات كما تميزها عن وثائق وصكوك التمويل والاستثمار كما سيتضح لنا فيما بعد.

ما أهم تصنيفات وأنواع الأسهم؟

يمكن تصنيف الأسهم من حيث طبيعتها، ومن حيث شكلها، وكذلك من حيث الحقوق التى تمنحها لمالكيها، وذلك على النحو التالى:

أولاً: من حيث طبيعة الأسهم

يمكن تصنيف الأسهم من حيث طبيعتها إلى أسهم نقدية وأخرى عينية، وذلك على النحو التالى:

(أ) **الأسهم النقدية**: وهى التى تصدرها الشركات مقابل حصولها على مبالغ نقدية.

(ب) **الأسهم العينية**: وهى التى تصدرها الشركات مقابل حصولها على أصول عينية منقولة أو ثابتة.

ثانياً: من حيث الشكل

يمكن تصنيف الأسهم من حيث شكلها إلى أسهم اسمية وأخرى لحاملها، وذلك على النحو التالى:

(أ) **الأسهم الاسمية**: وهى الأسهم التى تحمل اسم مالكها وتنتقل ملكيتها بالقيد فى سجل المساهمين بالشركة.

(ب) **الأسهم لحاملها**: وهى الأسهم التى لا يذكر فيها اسم المساهم

وإنما يُذكر فيها أنها لحاملها، ومن ثم تنتقل ملكيتها بالانتقال من يد إلى يد دون قيد فى سجل المساهمين بالشركة، وتسرى عليها قاعدة الحيازة فى المنقول سند الملكية.

ويجب أن تكون هذه الأسهم مدفوعة القيمة بالكامل.

وتحظر بعض القوانين إصدار أسهم لحاملها وذلك رغبة منها فى فرض رقابة على تداول الأسهم.

ثالثاً: من حيث الحقوق

يمكن تصنيف الأسهم من حيث الحقوق التى تمنحها لمالكيها إلى أسهم عادية وأخرى ممتازة، وذلك على النحو التالى:

(أ) الأسهم العادية: وهى الأسهم المتساوية فى الحقوق .

ومن وجهة النظر التمويلية، فإن الأسهم العادية تمثل مصدر دائم للتمويل كما أن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدى إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة فى هيكل رأس المال.

(ب) الأسهم الممتازة: وهى الأسهم التى تمنح لأصحابها حقوقاً أعلى من حقوق أصحاب الأسهم العادية، وقد تتمثل هذه الحقوق فيما يلى:

(١) تقرير نسبة معينة من الأرباح لحملة هذه الأسهم قبل توزيعها بالتساوى على المساهمين.

(٢) منح أصحاب هذه الأسهم نسبة أرباح أعلى من نسبة أرباح أصحاب الأسهم العادية.

(٣) منح أصحاب هذه الأسهم أولوية عند تصفية موجودات الشركة.

(٤) منح أصحاب هذه الأسهم عدداً أعلى من أصوات أصحاب الأسهم العادية فى الجمعية العامة للمساهمين.

(٥) منح أصحاب هذه الأسهم الحق فى التحويل إلى أسهم عادية.

ولاشك أن هذا الحق يكون بتكلفة حيث يُباع هذا السهم بأعلى من مثيله فى السوق.

(٦) منح أصحاب هذه الأسهم أولوية فى الترشيح لعضوية مجلس الإدارة.

(٧) منح أصحاب هذه الأسهم الحق فى الاحتفاظ بمستحقاتهم فى أرباح السنوات التى لم يجرِ فيها توزيع وذلك من أرباح سنوات لاحقة.

ولعل السبب فى هذه الامتيازات هو تعرض حملة هذه الأسهم لمخاطر عدم الحصول على عائد دورى كحملة السندات كما أنهم يأتون فى المرتبة الثانية بعد حملة السندات فى توزيع ناتج التصفية.

وإذا استثنينا حقيقة أن حامل السهم الممتاز يأتى فى المرتبة الثانية بعد حامل السند من حيث حقه فى أموال التصفية وحقه فى الحصول على العائد الذى يدره السهم فإنه يمكن القول بأن الأسهم الممتازة لا تختلف عن السندات، حيث لا تخرج عن كونها مديونية أكثر من كونها ملكية. ولذا، لا يعتبر ملاك الأسهم الممتازة ملاكاً حقيقيين فى نظريات التمويل.

ويكون للسهم الممتاز قيمة اسمية ودفترية وسوقية كالسهم العادى غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تتمثل فى قيمة الأسهم الممتازة التى تظهر فى دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة إذ ليس لحملة الأسهم

المتازة نصيب من الاحتياطيات والأرباح المحتجزة .

ومن الناحية التمويلية فإنه يعاب على هذه الأسهم ارتفاع تكلفتها حيث لا تسمح الجهات الضريبية باعتبار توزيعات هذه الأسهم عبئاً على الإيراد كما هو الحال بالنسبة لفوائد الاقتراض مما يجعل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أعلى من تكلفة التمويل بالاقتراض من الخارج.

رابعاً: أنواع أخرى من الأسهم

هناك أنواع أخرى من الأسهم لم يتم إدراجها فى التصنيفات السابقة، أهمها ما يلى:

(أ) الأسهم المجانية

وهى أسهم تُمنح للمساهمين كمكافأة دون أن يُطلب منهم سداد مقابلها. وتعتبر هذه الأسهم بمثابة توزيعات، حيث يستطيع المساهم بيع هذه الأسهم.

وبالطبع، فإن الأسهم المجانية تعنى زيادة عدد أسهم الشركة ومن ثم انخفاض فى قيمة السهم كما سيتضح عند تناولنا لاشتقاق أو تجزئة الأسهم.

(ب) الأسهم العادية المضمونة

هى الأسهم التى تُعطى لحاملها الحق فى مطالبة المنشأة بتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عن مستوى معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، ويتم التعويض إما نقداً أو بحصول المساهم على أسهم عادية مجانية أو أسهم ممتازة .

ولا شك أن هذا النوع من الأسهم يجذب العديد من المستثمرين

ولاسيما فى الدول التى تكون أسواقها المالية غير نشطة .

(ج) الأسهم ذات التوزيعات المخصومة

وهى الأسهم التى تباع للعاملين فى إطار خطة لمشاركتهم فى ملكية المنشأة أو نقل الملكية إليهم كما هو الحال بالنسبة للحكومات التى تسعى إلى التخلص من ملكيتها للشركات.

ولا شك أن نقل ملكية الأسهم للعاملين يعنى زيادة عدد المساهمين وتنشيط السوق.

ما المقصود باشتقاق الأسهم؟

يُقصد باشتقاق الأسهم تجزئة كل سهم إلى عدد من الأسهم، حيث يستبدل كل مساهم السهم الذى يملكه بعدد معين من الأسهم.

و يترتب على اشتقاق أو تجزئة الأسهم ما يلى:

(١) زيادة عدد الأسهم المتداولة .

(٢) تخفيض القيمة الاسمية للسهم.

(٣) انخفاض ربحية السهم الواحد.

وفى هذه الحالة لن يتغير رأس مال الشركة كما لن يتغير نصيب المساهم فى رأس مال الشركة.

وعادة ما يتم التجزئة بهدف توسيع دائرة التعامل فى أسهم الشركة وزيادة الطلب عليها من خلال إحداث تخفيض فى القيمة السوقية للسهم ـ كما سبقت الإشارة ـ ولذا، فإنه قد يكون من المناسب للشركات التى ترتفع

قيمة أسهمها إلى الدرجة التى يخشى معها انخفاض الإقبال على شرائه أن تقوم بتجزئة أسهمها.

ومن وجهه نظر المساهم، فإن تجزئة السهم تمكنه من التخلص من أسهمه بسهولة.

وعلى ذلك يتمتع السهم الذى يتوقع اشتقاقه بخاصيتين، وهما :

(أ) سهولة وسرعة التخلص من السهم بالبيع. باعتبار أنه كلما قلت قيمة السهم كلما ساهم ذلك فى التخلص منه بسرعة وبسهولة.

(ب) زيادة القيمة السوقية خلال فترة ما بعد الاشتقاق.

وتجدر الإشارة إلى أن التوزيعات فى شكل أسهم تحقق نفس نتيجة اشتقاق الأسهم.

ما المقصود بإعادة شراء الأسهم؟

يُقصد بإعادة شراء الأسهم قيام الشركة المصدرة للأسهم بإعادة شرائها من سوق الأوراق المالية.

وعادة ما تقوم الشركة بذلك فى الحالات التالية :

(١) الاعتقاد بأن سعر السهم أقل مما ينبغى ومن ثم يكون شراؤه بمثابة استثمار مربح.

(٢) خلق تعامل نشط على أسهم الشركة.

(٣) رغبة الإدارة فى توفير عدد من الأسهم للعاملين للمشاركة فى ملكية الشركة.

وبالطبع فإن الشركة تقوم بشراء أسهمها بسعر السوق الجارى، أى بالقيمة السوقية لا بالقيمة الاسمية.

ما الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم؟

يُقصد بالقيمة الاسمية تلك القيمة التى يصدر بها السهم وتدون عليه ويُحسب على أساسها رأس مال الشركة، وعادة ما يكون منصوصاً على هذه القيمة فى عقد التأسيس.

أما القيمة السوقية فهى القيمة التى يباع بها السهم فى أسواق المال، وهذه القيمة عرضة للتقلبات ارتفاعاً وانخفاضاً . وتتحدد هذه القيمة تبعاً لمجموعة من العوامل؛ بعضها موضوعي يتعلق بمدى سلامة المركز المالي للشركة ودرجة نجاح مشروعاتها، وبعضها غير موضوعي كتوقعات ومضاربات المضاربين.

وقد تكون القيمة السوقية أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

أما القيمة الفعلية أو الحقيقية فهى القيمة التى يمثلها السهم فى صافى أصول وموجودات الشركة، وتحسب هذه القيمة عن طريق قسمة صافى حقوق الملكية (الاحتياطيات والأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم العادية المصدرة.

العوامل التى تتحدد على أساسها القيمة السوقية للسهم ؟

تتحدد القيمة السوقية للسهم على أساس مجموعة من العوامل، أهمها ما يلى :

(١) معدل العائد المتوقع للسهم.

(٢) معدل النمو الدائم فى ربحية السهم.

(٣) معدل المخاطر التى يتعرض لها السهم.

(٤) قوى العرض والطلب والتى تحكمها عوامل بعضها رشيد والآخر غير رشيد.

(٥) ظروف الشركة المصدرة للأسهم كهيكل التمويل والهيكل التنظيمى والقدرة على المنافسة. وعادة ما يتم ذلك من خلال تحليل القوائم المالية للشركة.

(٦) ظروف الصناعة التى تنتمى إليها الشركة المصدرة للأوراق المالية ، إذ من الثابت أن كل صناعة تتأثر بقرارات حكومية معينة.

(٧) الظروف الاقتصادية المحلية كالكساد والرواج ودرجة النمو الاقتصادى فى الدولة.

(٨) الظروف العالمية كما هو الحال بالنسبة للحروب والتغيرات التى تحدث فى دول مجاورة.

ولاشك أن بعض هذه العوامل قد يكون أكثر تأثيراً من البعض الآخر، كما أن بعضها قد يكون تأثيره قصير الأجل فى حين يكون تأثير البعض الآخر طويل الأجل.

ما العوامل التى تؤثر على درجة تقلب سعر السهم ؟

هناك عدة عوامل تؤثر على درجة تقلب سعر السهم فى سوق الأوراق

المالية، أهمها ما يلى :

(١) القيمة السوقية للسهم، فكلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم كلما زادت درجة تقلب سعره.

(٢) عدد الأسهم المطروحة للتداول العام ، فكلما انخفض عدد أسهم شركة ما مطروحة للتداول العام كلما زادت درجة تقلب سعر سهم هذه الشركة.

(٣) الظروف الاقتصادية، فكلما كانت هذه الظروف غير مستقرة كلما زادت درجة تقلب سعر السهم.

ما المقصود بحصص التأسيس ؟

هى صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية تصدرها شركات المساهمة وتمنح أصحابها نصيباً من أرباح الشركة مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة .

وليس لأصحاب حصص التأسيس الحق فى الإدارة كما أنه ليس لهم أى نصيب فى فائض التصفية .

ولا يتحمل أصحاب حصص التأسيس خسائر لأنهم لم يقدموا أى مال .

ما المقصود بأسهم التمتع ؟

هو صك يتسلمه المساهم عند استهلاك أسهمه ، ويعطى لصاحبه الحق فى الحصول على نسبة من أرباح الشركة .

وكذلك الحصول على نسبة من أموال التصفية بعد استرداد أصحاب

الأسهم العادية لقيمة أسهمهم، بالإضافة إلى حق المشاركة فى مداولات الجمعية العمومية والتصويت فيها .

وعادة ما تصدر أسهم التمتع من الشركات ذات الامتياز الحكومى كشركات المياه والكهرباء .

ما المقصود بالسندات؟

هى صكوك طويلة الأجل قابلة للتداول تصدرها الحكومات أو المجالس المحلية أو الهيئات العامة أو شركات المساهمة الخاصة والعامة وكذلك شركات التوصية، وتعطى هذه الصكوك لحاملها الحق فى تقاضى عائد محدد مقدماً فى مواعيد محددة سلفاً بصرف النظر عن ربح أو خسارة الجهة المصدرة، فضلاً عن حقه فى استرداد القيمة الاسمية للصك فى نهاية المدة المحددة. ولذا، فإن السند يمثل مديونية على الجهة المصدرة له، ومن ثم يكون حامل السند دائناً لهذه الجهة.

ولا شك أن السندات التى تصدرها الحكومات تكون أكثر جاذبية من التى تصدرها الشركات المساهمة نظراً لأنها تتمتع بإعفاء ضريبى فضلاً عن تضاؤل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله.

وعادة ما يقوم طرف ثالث كأحد البنوك بمهمة تحصيل قيمة السند واستيفاء توقيع الطرف الثانى على العقد ودفع الفوائد الدورية وغير ذلك.

وقد تكون السندات ذات معدل فائدة متحرك حيث يُحدد لهذه السندات سعر فائدة مبدئى يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يُعاد النظر فيه دورياً كل ستة شهور ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية

فى السوق .

كما قد تكون السندات قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل فى السوق فى أى وقت فى حالة وجود سوق نشط لرأس المال، كما قد لا تكون كذلك.

والأصل أن يباع السند بقيمته الاسمية إلا أنه قد يباع بقيمة أقل من قيمته الاسمية (خصم إصدار) إذا كان هناك اعتقاد بأن معدل الفائدة المدفوع أقل من معدلات الفائدة المدفوعة على سندات أخرى تتشابه مع السندات المصدرة من حيث درجة المخاطر، وفى هذه الحالة يعتبر الخصم بمثابة تعويض للمستثمر .

وقد يُباع السند أيضاً بعلاوة إصدار أى بسعر أعلى من قيمته الاسمية إذا كان معدل الفائدة المدفوع أعلى من معدلات الفائدة المدفوعة على سندات أخرى مشابهة مع السندات المصدرة من حيث درجة المخاطر، وفى هذه الحالة تعتبر العلاوة بمثابة تعويض للشركة المصدرة.

ويوجد عدة أنواع من السندات أهمها السندات المضمونة بأصول والسندات العادية، والسندات من الدرجة الأولى، وكذلك من الدرجة الثانية.

وقد تكون السندات قابلة للتحويل إلى أسهم عن طريق الشركة المصدرة للسند، وعادة ما ينص على هذا الحق فى نشرة الإصدار، وفى هذه الحالة تكون السندات أحد وسائل التمويل بالمديونية القابلة للتحويل إلى تمويل بالملكية. ولذا، يباع السند – فى هذه الحالة - بسعر أعلى من مثيله فى السوق.

وقد يُنص فى عقد إصدار السندات كذلك على بعض الشروط ، أهمها ما يلى:

(١) رهن بعض الأصول الثابتة للطرف الثانى ضماناً لسداد الطرف الأول.

(٢) وضع قيود على إصدار سندات أُخرى فى تاريخ لاحق.

(٣) حق استدعاء السندات قبل تاريخ استحقاقها.

وقد يكون السند اسمياً وهذا يحقق الحماية لصاحبه من السرقة ويكون غير قابل للتداول، وفى هذه الحالة يتم إصدار الفوائد بشيكات باسم الشخص المسجل باسمه السند .

كما قد يكون السند لحامله وبذلك يُعد قابلاً للتداول، وفى هذه الحالة على حامل السند أن يقدم للبنك الكوبون المرفق بالسند لتحصيل قيمة الفائدة .

وتجدر الإشارة إلى أنه فى السنوات الأولى من عمر أى سوق مالية، فإن المستثمرين يفضلون التعامل فى السندات نظراً لأن للسند قيمة اسمية وعائداً محدداً كما أن لحامل السند أولوية عن غيره عند التصفية، فضلاً عن أن التقلبات فى القيمة السوقية للسند من جراء أى ممارسات غير أخلاقية قد تكون محدودة بالمقارنة بالأسهم.

وسوف نتناول فى الفصل الخامس الحُكم الشرعى فى إصدار وتملك وتداول السندات.

ما خصائص السندات ؟

(١) يمثل السند ديناً طويل الأجل على الشركة .

(٢) يستوفى حامل السند فائدة محددة مقدماً سواء ربحت الشركة أم خسرت.

(٣) يتقدم حامل السندات على حملة الأسهم فى استيفاء قيمة السندات عند تصفية الشركة .

(٤) لا يشترك حملة السندات فى الجمعيات العمومية للمساهمين .

(٥) قابلية السندات للتداول بالطرق التجارية .

ما الفرق بين السهم والسند؟

يمكن تلخيص أهم الفروق الجوهرية بين السهم والسند فيما يلي:

م	مجال المقارنة	السهم	السند
(١)	**من حيث طبيعة الصك**	جزء من رأس المال.	دين على الشركة.
(٢)	**من حيث طبيعة العلاقة**	حامل السهم شريك في الشركة.	حامل السند دائن للشركة.
(٣)	**من حيث تغير العائد**	ربح السهم متغير، وقد يلحق به خسارة.	ربح السهم ثابت ولا يتأثر بالخسارة.
(٤)	**من حيث حق مالك الصك فى الرقابة على الشركة**	لحامل السهم الحق فى الرقابة على الشركة عن طريق الجمعية العامة للمساهمين.	ليس لحامل السند الحق فى الرقابة على الشركة.
(٥)	**من حيث طريقة استرداد رأس المال**	لا يسترد حامل السهم رأسماله إلا بالبيع فى البورصة أو عند تصفية الشركة.	يسترد حامل السند رأسماله فى الموعد المحدد لاستحقاق السداد.
(٦)	**من حيث تصفية الشركة**	عند وقوع الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد سداد جميع الديون.	لحامل السند الأولوية فى الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو فى حالة التصفية.

ما المقصود بأذون الخزانة ؟

تُمثل أُذون الخزانة أوراق مالية قصيرة الأجل (لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة)، تصدرها الحكومة بهدف سد احتياجاتها العاجلة.

ولذا، فهى تُعد أحد صور السندات التى تصدرها الحكومة غير أنها قصيرة الأجل.

ما المقصود بوثائق الاستثمار ؟

يُقصد بوثائق الاستثمار تلك الصكوك التى تعطى لحاملها الحق فى المشاركة فى نتائج استثمارات صناديق الاستثمار فى الأوراق المالية كل بنسبة ما يملكه وفقاً للشروط والأوضاع المثبتة فى نشرة الاكتتاب التى تصدرها هذه الصناديق.

ما المقصود بصكوك الاستثمار؟

يُقصد بصكوك الاستثمار تلك الصكوك التى تصدرها الشركات العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها، وتعطى لمن يملكها الحق فى المشاركة فى الأرباح دون الإدارة .

وتخول هذه الوثائق حقوقاً متساوية لمالكيها تجاه الصندوق، كما يتحدد نصيب مالك الوثيقة من الصندوق فى حصة شائعة من المحفظة ككل دون أن يكون له الحق فى ملكية أوراق مالية معينة داخل المحفظة .

ما المقصود بصكوك التمويل؟

يُقصد بصكوك التمويل صكوك ذات عائد متغير تصدرها شركات المساهمة التى تعمل فى غير مجال تلقى الأموال لاستثمارها لمواجهة

احتياجاتها التمويلية.

وبعد أن تناولنا مفهوم وخصائص الأوراق المالية المتداولة فى الأسواق المختلفة للأوراق المالية ننتقل فى الفصل التالى للتعرف على المعاملات التى تتم فى هذه الأسواق.

* * *



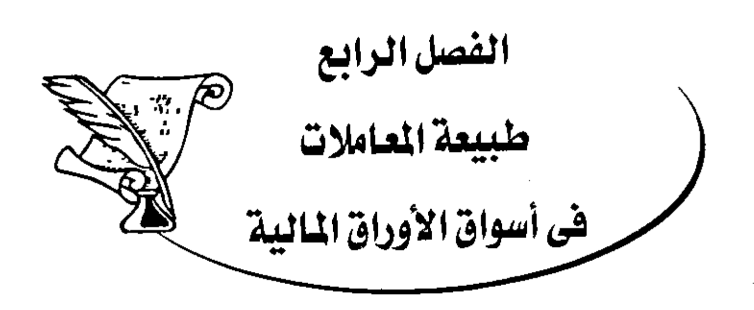


الفصل الرابع

طبيعة المعاملات

فى أسواق الأوراق المالية





الفصل الرابع
طبيعة المعاملات
فى أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

يختص هذا الفصل بتناول طبيعة المعاملات التى تتم فى بورصة الأوراق المالية، من حيث مفهوم هذه المعاملات، وآلياتها، ومقاصدها، وأنواعها. حيث نتناول مفهوم المضاربات والتحوط، ومفهوم المشتقات المالية، وأهم أدواتها، كعقود الاختيارات للبيع والشراء، والعقود الآجلة والمستقبلية والفرق بينهما. واتفاقيات الشراء وعقود المبادلات والحساب النقدى والهامشى، وغير ذلك من الأدوات والعقود والاتفاقيات التى أفرزتها الهندسة المالية، بالإضافة إلى الاعتبارات الواجب مراعاتها عند تكوين محفظة الأوراق المالية، وأخيراً الإشارة إلى الممارسات اللاأخلاقية التى تتم فى بورصات الأوراق المالية وكيفية الوقاية منها.

ما المقصود بالمضاربة ؟

يُقصد بالمضاربة Speculation بيع وشراء أوراق مالية بقصد الاستفادة من تقلبات الأسعار صعوداً وهبوطاً في الأجل القصير جداً .

أي أن المضارب لا يهدف إلى الحصول على الربح الحقيقي من الورقة وهو مقابل ما تمثله في أصول الشركة وإنما يهدف إلى الحصول على الربح

الناتج من الصعود غير العادي في قيمة الورقة كما أنه لا يسعى إلى امتلاك الورقة المالية ولا مجرد حتى استلامها وإنما التربح من حركة الأسعار معتمداً فى ذلك على قدرته على التنبؤ وانتهاز فرص الكسب وتجنب الخسائر .

ويتضح مما سبق ما يلى:

(١) إن الهدف من المضاربات هو الاستفادة من فروق الأسعار فى القيم السوقية وليس التمليك ولا التملك.

(٢) تعتمد المضاربات على توقعات المضاربين بتغير القيمة السوقية للأوراق المالية.

(٣) عادة ما تكون المضاربات قصيرة الأجل.

ويؤكد الكثير من الكتاب والعاملين فى هذا المجال على أن المضاربة لا تخرج عن كونها مقامرة، بل أن البعض يُعرف "المقامرة" بأنها " المضاربة" .

وقد أدى الإفراط فى المضاربات إلى إفراط فى التعاقدات انتهت بكوارث بالملايين فى أمريكا واليابان وألمانيا وبريطانيا وإنجلترا، وقد لحقت هذه الخسائر بكل من البنوك والشركات .

ما الفرق بين المضاربة والاستثمار فى الأوراق المالية ؟

سبق أن تناولنا مفهوم المضاربة ، وفيما يتعلق بالاستثمار المالى فهو يعنى شراء أحد الأصول المالية كالأسهم أو السندات أو الكمبيالات أو أذون الخزانة أو شهادات الإيداع بقصد بيعها وتحقيق عائد .

ويمكن التمييز بين المضاربة والاستثمار فى الأوراق المالية من عدة زوايا، أهمها ما يلى :

(أ) **مقـدار العائد:** فالعائد المتوقع من المضاربة أكبر من العائد المتوقع من الاستثمار، كما يتسم بعدم الدورية وعدم الثبات. أما العائد المتوقع من الاستثمار فهو يتسم بالدورية والثبات.

(ب) **درجة المخاطر:** فدرجة المخاطر فى المضاربة أعلى بكثير من درجة المخاطر فى الاستثمار، ولذلك فإن المستثمرين لا يشترون الأوراق المالية إلا بعد القيام بما يلى :

- التحقق من قوة المركز المالى للشركة .
- التحقق من سلامة هيكل تمويل الشركة.
- التحقق من قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل .
- التحقق من قدرة الشركة على تحقيق أرباح .

(ج) **الفترة الزمنية:** ففترة المضاربة أقصر من فترة الاستثمار، حيث تتراوح فى المضاربة من يوم إلى عدة أشهر فى حين تمتد فى الاستثمار إلى ثلاث سنوات أو أكثر .

ما الآثار السلبية للمضاربة؟

(١) تعمل المضاربة على تحويل اهتمام أصحاب رؤوس الأموال عن المشروعات المنتجة وتوجيهها نحو المضاربة طمعاً فى الأرباح السريعة.

(٢) تفصل المضاربة بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الفعلية لهذه الأسهم من خلال رفع أسعار بعض الأوراق المالية إلى مستويات لا يوجد ما يبررها اقتصادياً، ثم يعقب ذلك هبوط بهذه الأسعار إلى مستويات

متدنية، وهو ما يعنى أن المضاربة تخل بالتوازن الحقيقى للأسعار.

(٣) تقوم المضاربة بدور رئيسى فى زعزعة الاستقرار الاقتصادى من خلال موجات التقديرات التى قد تكون متشائمة أو متفائلة، والتى قد لا تستند إلى أسس علمية تسمح لها بالثبات والاستقرار. وهو ما يؤدى إلى هز السوق وبعنف مما يؤدى بدوره إلى انصراف الاستثمارات عن المشروعات الجادة .

(٤) إرباك حسابات أصحاب الأموال الذين يوجهونها إلى الاستثمارات الحقيقية طويلة الأجل، ودفعهم إلى التخلى عنها.

ومن المسلم به أن الاقتصاديات القوية تقوم على الاستثمارات طويلة الأجل لا القصيرة الأجل التى تقوم عليها المضاربة .

(٥) صرف جزء كبير من الأموال عن مجالات النشاط الاقتصادى الأساسية وهى الزراعة والصناعة، ودفع أصحابها إلى توظيفها فى الأوراق المالية انتظاراً لفرص ارتفاع أو انخفاض الأسعار.

(٦) تسهم المضاربة فى زيادة التضخم من خلال قيام المصارف بمنح تسهيلات وائتمان للتوظيف فى هذا المجال.

ما المقصود بالهندسة المالية ؟

يقصد بالهندسة المالية عملية بناء أو ابتكار أدوات مالية جديدة تُستخدم فى عملية التمويل.

ويتضح من التعريف السابق للهندسة المالية ما يلى :

(١) أن الهندسة المالية تتضمن ابتكار أدوات مالية جديدة كبطاقات الائتمان.

(٢) أن الهدف الرئيسى من ابتكار هذه الأدوات هو تقديم حلول لمشكلة التمويل .

(٣) أن الهندسة المالية معنية بابتكار أدوات جديدة أى أن تحقق الأداة الجديدة ما لا تستطيع الأدوات الحالية تحقيقه .

ما المقصود بالتحوط "Hedging" ؟

يُقصد بالتحوط فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال إزالة الآثار السلبية المصاحبة لأسعار الصرف أو أسعار الفائدة أو قيم الأصول المالية أو الحد منها.

وعادة ما يكون التحوط باستخدام أدوات المشتقات وأهمها العقود المستقبلية والعقود الآجلة والخيارات والمبادلات.

ما المقصود بالمشتقات المالية Financial Derivatives ؟

تُمثل المشتقات المالية عقوداً بين طرفين لتنفيذ عملية فى موعد لاحق، ويعتمد أداؤها على أصول أو أدوات أخرى، وتستخدم بهدف التحوط من المخاطر فهى أدوات تشتق عوائدها من أوراق مالية أخرى.

ولذلك، فالمشتقات ليست أصولاً مادية كالتى يتم تداولها فى سوق السلع، ولا هى أصولاً مالية كالتى يتم تداولها فى أسواق الأوراق المالية التقليدية . ولا تظهر هذه المشتقات فى قوائم المراكز المالية للشركات، ولذا يعبر عنها باسم الأنشطة خارج الميزانية.

وهذه العقود لا تستلزم تمليك ولا تملك كما لا تستلزم تسليم ولا تسلم، وتنتهى عادة بحصول أحد الطرفين على فروق الأسعار. ولذا، فهى

مراهنة محضة من جانب الطرفين على اتجاهات الأسعار.

وإذا كان فهم طبيعة أسواق الأوراق المالية أمراً صعباً، فإن هذا الأمر يزداد صعوبة وتعقيداً إذا ما كان الحديث عن المشتقات المالية، فهى تتسم بالتعقيد والضبابية وعدم الوضوح سواء من حيث مفهومها أو من حيث آلية تنفيذها أو من حيث آثارها على الوحدات أو من حيث قياس نتائجها.

وعلى الرغم من أن أسواق المشتقات قد بدأ ظهورها بشكل ما منذ عدة قرون إلا أن نموها كان سريعاً فى الآونة الأخيرة، حيث يجرى حاليا استخدامها على نطاق واسع .

وبظهور المشتقات المالية لم يعد المضاربون فى حاجة إلى التعامل فى الأصول التقليدية، حيث توفر المشتقات وسيلة بديلة للمضاربة فى الأسهم والمستندات.

وقد وصف البعض المشتقات المالية بأنها ديناميت الأزمات المالية .

ويتضح مما سبق ما يلى :

(١) تعتبر المشتقات المالية عقوداً كسائر العقود الأخرى، ومن ثم يترتب عليها حق لطرف والتزام على آخر.

(٢) تشتق هذه العقود قيمتها من أصول أخرى بمعنى أن قيمتها تتوقف على قيمة أصول أخرى.

(٣) لا يوجد فى المشتقات المالية ما يتم دفعه مقدماً .

(٤) لا يوجد فى المشتقات المالية عائد مستحق على الاستثمار .

(٥) تستخدم المشتقات المالية عادة بغرض إدارة المخاطر والتحوط منها .

(٦) على الرغم من الخاصية السابقة للمشتقات إلا أن المشتقات نفسها تتسم بقدر كبير من المخاطر.

(٧) لا يترتب على عقود المشتقات انتقال ملكية أصول ولا تسليم ولا تسلم بل إن الأمر لا يستوجب فى هذه العقود أن يكون البائع مالكاً لما يبيع ولا المشترى مالكاً للمال الذى يشترى به.

(٨) يترتب على عقود المشتقات حصول طرف على فروق أسعار.

(٩) لا تخرج عقود المشتقات عن كونها مراهنة محضة من جانب الطرفين.

(١٠) تُعد المشتقات أحد أدوات المتاجرة فى المخاطر.

(١١) لا تخرج عقود المشتقات المالية عن كونها عقوداً للقمار والمراهنات من جانب طرفى العقد على اتجاهات الأسعار.

(١٢) يمكن وصف عقود المشتقات بأنها بيع دين بدين.

(١٣) أن عقود المشتقات المالية ليس لها أى علاقة بالإنتاج أو التجارة فى أى سلع أو خدمات فعلية.

(١٤) أن التحوط من المخاطرة فى عقود المشتقات المالية لا يعنى درءها وإنما يعنى نقلها أو تحويلها من فرد لآخر.

(١٥) تتعدد أدوات المشتقات المالية، إذ لا تتوقف الهندسة المالية عن تقديم منتجات مالية جديدة وتقديم ابتكارات مالية مستحدثة.

ما أدوات المشتقات المالية "Financial Derivatives" ؟

تتطور أدوات المشتقات المالية بشكل مستمر، ومن ثم فإن هذه الأدوات تزداد يوماً بعد يوم غير أن أهم أدوات هذه المشتقات ما يلى :

(١) عقود الاختيارات Optione Contracts .

(٢) العقود الآجلة Forward Contracts .

(٣) العقود المستقبلية Future Contracts

(٤) عقود المبادلات Swaps Contracts.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الأدوات أو العقود ليست مستحدثة كلياً فبعضها يعود إلى القرن السابع والثامن عشر غير أن هذه العقود بدأت تنمو وتتكاثر فى العقدين الأخيرين بشكل كبير.

وسوف يتبين لنا عند تناول هذه الأدوات بالتفصيل أنها لا تخرج عن كونها أدوات " للقمار" .

ما المقصود بعقود الاختيارات ؟

عقد الاختيار (أو الخيار) هو عقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشترى وهذا العقد يعطى المشتري حقاً وليس التزاماً عليه بأن يشترى أو يبيع شيئاً ما فى تاريخ لاحق خلال فترة العقد بسعر متفق عليه عند تحرير العقد، ويلتزم البائع بذلك إذا ما طلب منه .

وعلى ذلك، ففى عقود الخيارات يمارس المشترى حقه فى تنفيذ العقد أو فسخه دون أى التزام من جانبه تجاه الطرف الآخر .

وقد يتم التعامل على عقود الخيارات فى السوق الرسمية كما قد يتم التعامل عليها فى السوق غير الرسمية .

وتتميز التعاملات على عقود الاختيارات فى السوق الرسمية فى ضمانات تنفيذها، حيث يكون حامل عقد الخيار على ثقة تامة بأن الطرف الآخر سيفى بالتزامه كاملاً على أساس أن البورصة ذاتها ستتكفل بذلك نيابة عن بائع حق الخيار، أما فى الأسواق غير الرسمية فإن الضمان عادة يأتى من خلال طرف ثالث يكون فى العادة إحدى شركات الوساطة.

ما أنواع عقود الاختيارات ؟

من أهم أنواع عقود الاختيارات ما يلى:

(أ) عقد خيار البيع " Put Option " .

(ب) عقد خيار الشراء " Call Option "

(ج) عقد الخيار المزدوج " DoubleOption " .

(د) عقد الخيار على أسعار الفائدة " Interest Rat Options (IRO'S) " .

ما المقصود بعقد خيار البيع " Put Option " ؟

هو عقد يعطى لأحد الطرفين (الطرف الأول فرضاً) الحق فى بيع عدد معين من الأوراق المالية خلال فترة معينة وبسعر محدد فى العقد.

وتستخدم عقود خيار البيع عادة من جانب المضاربين الذين يتوقعون انخفاض أسعار الأوراق المالية محل التعاقد كما يستخدم هذا العقد كأداة للتحوط أو للتغطية أيضاً .

فإذا اتجهت الأسعار للنزول طالب هذا الطرف من الطرف الثانى تنفيذ العقد أما إذا اتجهت للصعود خلافاً لتوقعاته فإن خسارته تنحصر فى الثمن المدفوع مقابل حق الخيار.

وفى المقابل، فإن الطرف الثانى يتوقع عدم هبوط الأسعار، فإن صدقت توقعاته فقد قبض الثمن مقدماً عند إنشاء العقد وهو ثمن الخيار وإذا خالفت النتائج التوقعات واتجهت الأسعار فى غير صالحه فقد يخسر.

ولتوضيح ما سبق، نفترض أن هناك طرفاً أول ما لديه ١٠٠٠ ورقة مالية ما، وسعر الورقة الحالى فى السوق هو ٧٥ جنيهاً، وأنه يرغب فى بيعها بعد شهر من الآن لكنه يتوقع انخفاض الأسعار فى هذا الوقت.

ففى هذه الحالة، وحتى يتجنب هذا الطرف المخاطر التى قد تنتج عن احتمال انخفاض السعر فإنه يتعاقد مع طرف ثانى يكون لديه الرغبة فى تحمل هذه المخاطر بشراء هذه الأسهم بالسعر السائد بعد شهر إن رغب الطرف الأول، وذلك مقابل قيام الطرف الأول بدفع مبلغ عن كل ورقة يُعرف باسم حق الاختيار عند التعاقد للطرف الثانى "جنيهان فرضاً" .

وبعد شهر نكون أمام ثلاثة احتمالات على النحو التالى :

الاحتمال الأول- انخفاض سعر الورقة المالية إلى ٧٠ جنيها فرضاً.

وفى هذه الحالة سيطلب الطرف الأول من الثانى تنفيذ العقد، ومن ثم شراء الورقة بسعر ٧٥ جنيهاً، وبذلك تكون خسارة الطرف الأول تنحصر فى ثمن الخيار وهو مبلغ الجنيهين فى كل ورقة (والتى تم دفعها عند التعاقد) وهذه الخسارة لن تزيد بزيادة انخفاض السعر.

أما خسارة الطرف الثانى فهى ٣ جنيهات عن كل ورقة (٧٥-٧٠+٢) وتتزايد هذه الخسارة عن ذلك بانخفاض سعر الورقة.

الاحتمال الثانى- زيادة سعر الورقة المالية إلى ٩٠ جنيهاً فرضاً.

وفى هذه الحالة سيتمسك الطرف الأول بحقه فى عدم البيع للطرف الثانى ومن ثم تنحصر خسارته فى مبلغ ثمن الخيار (جنيهان عن كل ورقه، والتى تم دفعها عند التعاقد)، وبالنسبة للطرف الثانى فإنه يربح جنيهين عن كل ورقة. وبالطبع فإن العقد بين الطرف الأول والثانى لا يمنع الطرف الأول من بيع هذه الأوراق لطرف ثالث بسعر ٩٠ جنيها.

الاحتمال الثالث- ثبات سعر الورقة عند ٧٥ جنيها.

فى هذه الحالة تكون خسارة الطرف الأول مبلغ جنيهين عن كل ورقة أما ربح الطرف الثانى فهو جنيهان عن كل ورقة أيضاً .

وتجدر الإشارة إلى أن السعر الذى لن يحقق فيه أى من الطرفين أى ربح أو خسارة هو ٧٧ جنيها لكل ورقة أى سعر التعاقد مضافاً إليه مقابل أو ثمن حق الاختيار وهو الجنيهان التى دفعها الطرف الأول إلى الثانى عند التعاقد.

ويتضح مما سبق ما يلى:

(١) أن الطرف الأول لن يحقق أرباحاً أو خسائر فى حالة تراوح قيمة الورقة بين ٧٥ و ٧٧ جنيهاً أى بين سعر التعاقد وبين سعر التعاقد مضافاً إليه مقابل حق أو ثمن الاختيار.

(٢) أن الطرف الثانى لن يحقق أرباحاً أو خسائر فى حالة تراوح قيمة الورقة

بين ٧٥ و ٧٣ جنيهاً أى بين سعر التعاقد وبين سعر التعاقد مطروحاً منه مقابل حق أو ثمن الاختيار.

(٣) أن زيادة السعر عن ٧٧ جنيهاً يجعل الطرف الأول يتمسك بحقه فى عدم البيع نظراً لإمكانية بيع الورقة فى السوق بالسعر الأعلى.

(٤) أن انخفاض السعر عن ٧٣ جنيهاً يجعل الطرف الأول يتمسك بحقه فى البيع لتجنب خسائر البيع للغير بهذا السعر وفى هذه الحالة فإن خسارته تنحصر فى الجنيهين عن كل ورقة مهما انخفض السعر فى السوق وفى المقابل تتزايد خسارة الطرف الثانى بتزايد انخفاض السعر عن ٧٣ جنيها.

(٥) أن حق اختيار البيع يسهم فى حماية من له هذا الحق من هبوط أسعار الأوراق التى يرغب فى بيعها دون أن تضيع منه فرصة تحقيق بعض المكاسب وذلك أن خسائره محدودة فى مقابل حق أو ثمن الاختيار أما أرباحه فهى تزيد بزيادة سعر الورقة كما سبقت الإشارة.

(٦) فى المقابل، فإن حق اختيار البيع يجعل خسائر الطرف الثانى غير محددة فهى تزيد بانخفاض سعر الورقة أما أرباحه فهى محدودة ولا تزيد عن مقابل حق الاختيار والذى لا يزيد فى الغالب الأعم عن ١٥٪ من قيمة الورقة .

(٧) على الرغم من أن خسارة الطرف الثانى قد تكون غير محدودة فى حين أن أرباحه محدودة إلا أن اختلاف توقعاته عن توقعات الطرف الثانى هو الذى دفعه إلى تحرير عقد الاختيار.

(٨) لا يترتب على عقد الاختيار ضرورة قيام الطرف الأول بتسليم الأوراق إلى الطرف الثانى، إذ مهما انخفض السعر فإن الطرف الثانى يدفع للأول الفرق وهو ما يعنى أنه يمكن للطرف الأول بيع الأوراق محل الاختيار قبل التاريخ المحدد فى العقد (بعد شهر كما افترضنا) ثم تسوية الفرق فى هذا التاريخ .

وفى ضوء ما سبق، يمكن القول بأن عقد اختيار البيع يحمى فيه المضارب نفسه من مخاطر انخفاض أسعار الأوراق المالية التى يرغب فى بيعها فى المستقبل.

ما المقصود بعقد خيار الشراء "Call Option" ؟.

هو عقد يُعطى لأحد الطرفين (الطرف الأول فرضاً) الحق فى شراء عدد معين من الأوراق المالية لفترة معينة وبسعر محدد فى العقد.

وتُستخدم عقود خيار الشراء عادة من جانب المضاربين الذين يتوقعون ارتفاع أسعار الأوراق المالية محل التعاقد، كما تُستخدم هذه العقود كأداة للتحوط أو التغطية، فإذا اتجه السعر إلى الصعود طالب هذا الطرف بتنفيذ العقد أما إذا اتجه السعر للانخفاض فإنه لن يطالب بذلك، وفى هذه الحالة تنحصر خسارته فى الثمن المدفوع مقابل حق الخيار.

وفى المقابل، فإن الطرف الثانى يتوقع عدم صعود الأسعار، فإن صدقت توقعاته فقد قبض الثمن مقدماً عند إنشاء العقد وهو ثمن الخيار، وإذا خالفت النتائج التوقعات واتجهت الأسعار فى غير صالحه فقد يخسر.

وقد تناولنا فيما سبق عقود اختيار البيع والتى يكون فيها هناك توقع من

المضارب مالك الورقة بانخفاض السعر.

أما فى حالة عقود اختيار الشراء، فإن المضارب يتوقع ارتفاع سعر ورقة ما فى المستقبل، ولذا فهو يرغب فى امتلاك حق اختيار الشراء فى توقيت محدد مستقبلاً وبسعر يتفق عليه عند التعاقد.

ولتوضيح طبيعة خيار الشراء نفترض أن سعر ورقة مالية ما الآن هو ٦٠ جنيها، وتشير توقعات أحد المضاربين (الطرف الأول فرضاً) إلى أن السعر بعد شهر سوف يكون ٧٠ جنيها، ففى هذه الحالة يرى هذا المضارب أنه قد يكون من المناسب له التعاقد مع طرف ثان يكون لديه استعداد لبيع هذه الورقة بعد شهر بـ ٦٠ جنيها مقابل قيام الطرف الأول بدفع مقابل حق الخيار بـ ٣ جنيهات (فرضاً) للورقة الواحدة.

وبعد شهر نكون أيضاً أمام ثلاث احتمالات:

الاحتمال الأول : ارتفاع قيمة الورقة إلى ٧٠ جنيها (فرضاً) وفى هذه الحالة سوف يطلب الطرف الأول من الثانى تنفيذ العقد والذى يحقق له ربحاً قدره ٧ جنيهات عن كل ورقة [٧٠ - (٦٠+٣)] ، وبالطبع يزيد الربح كلما زادت قيمة الورقة.

أما الطرف الثانى فإنه سوف يخسر ٧ جنيهات عن كل ورقة [٧٠ - (٦٠+٣)] ، وبالطبع تزداد خسارته كلما زادت قيمة الورقة.

الاحتمال الثانى : انخفاض قيمة الورقة إلى ٥٠ جنيها (فرضاً) وفى هذه الحالة لن يطلب الطرف الأول من الطرف الثانى تنفيذ العقد لأنه فى هذه الحالة سوف يُفضل شراء الورقة من السوق.

وتتحدد خسائر الطرف الأول فى هذه الحالة فى مقابل حق الاختيار (٣ جنيهات لكل ورقة).

وفى الوقت الذى تكون فيه خسائر الطرف الأول محدودة بقيمة حق الاختيار فإن خسارة الطرف الثانى تكون غير محدودة ، حيث تزيد بارتفاع سعر الورقة.

الاحتمال الثالث: ثبات سعر الورقة عند ٦٠ جنيها، وفى هذه الحالة يكون ربح الطرف الأول هو ٣ جنيهات عن كل ورقة أما خسارة الطرف الثانى فهى ٣ جنيهات أيضاً عن كل ورقة.

وفى ضوء ما سبق يمكن القول بأن عقد اختيار الشراء يحمى فيه المضارب نفسه من مخاطر ارتفاع أسعار الأوراق المالية التى يرغب فى شرائها فى المستقبل .

وتجدر الإشارة إلى أن فترة التنفيذ فى عقدى اختيار البيع والشراء لا تتجاوز التسعة شهور عادةً .

ما المقصود بعقد الخيار المزدوج "Double Option" ؟.

هو عقد يُعطى لحامله الحق فى أن يكون شارياً أو بائعاً للأوراق المالية محل التعاقد، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة التعاقد فإن له الحق فى الشراء أما إذا انخفضت فإن له الحق فى البيع أيضاً.

ما المقصود بعقد الخيار على أسعار الفائدة؟

Interest Rat Options (IRO'S)"

هو عقد يُعطى لحامله الحق فى اقتراض مبلغ معين بسعر فائدة معين

ولأجل معين فى تاريخ لاحق يجرى تحديده سلفاً.

فالهدف من العقد هو تثبيت سعر الفائدة خلال مدة سريان العقد .

وبالطبع، فإن لحامل هذا العقد الحق فى تنفيذ العقد خلال مدة سريانه أو إلغائه، لأنه حق وليس التزاما.

ويلزم الإشارة هنا إلى أن تنفيذ عقد الخيار على أسعار الفائدة لا يقتضى تسليم القرض، إذ أن الخيار على أسعار الفائدة. ولذا، فالتسليم يكون قاصراً على ناتج التسوية أى الأرباح أو الخسائر.

ويتضح مما سبق أن عقود الخيارات لا تخرج عن كونها مراهنات على أداء ورقة مالية أو حزمة من الأوراق.

ما المقصود بثمن الخيار ؟

يُقصد بثمن الخيار الثمن المدفوع من مشترى حق الخيار إلى بائعه تعويضاً له عن المخاطر التى يتحملها الأخير.

ما المقصود بالعقود المستقبلية؟

يُقصد بالعقد المستقبلى عقد نمطى بين طرفين فى سوق منظمة على تبادل أصل معين فى مقابل مبلغ نقدى يُسدد فى تاريخ محدد.

ويلزم الإشارة إلى أن العقود المستقبلية تخضع لاجراء تسوية يومية تخصم من خلالها خسائر أحد الأطراف من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاصة لتضاف إلى حساب الطرف الآخر.

ويتضح مما سبق ما يلى:

١- أن العقود المستقبلية عقود نمطية. ولذا، فهى لا تختلف من عقد لآخر ولا يجرى تفصيلها وفقاً لرغبة الطرفين من حيث حجم العقد أو مدته أو سعره.

٢- أن العقود المستقبلية تتم فى أسواق منظمة وهى البورصة.

٣- أن العقود المستقبلية تخضع لتسوية يومية حيث يتم تعديل ثمن التعاقد يومياً كلما تغير سعر الأصل محل التعاقد.

٤- أن العقود المستقبلية توفر لأحد المتعاقدين أصلاً مقابل ما يدفعه من مال.

٥- تتطلب العقود المستقبلية تقديم ضمان فى شكل تأمين لشركة الوساطة التابع لها العميل قبل تنفيذ العملية، وعادة لا يزيد الضمان عن ٢٠٪ من قيمة العقد.

٦- الهدف من العقود المستقبلية هو المضاربة أو نقل المخاطرة أو المراهنة على صعود أو هبوط الأسعار لا الحصول على الأصل محل التعاقد.

ما دور غرفة المقاصة فى العقود المستقبلية؟

تقوم غرفة المقاصة بدور الضامن لكل من البائع والمشترى فهى تضمن للمشترى قيام البائع بالوفاء بالتزاماته، كما تضمن للبائع وفاء المشترى بالتزاماته.

ما المقصود بالتسويات اليومية فى العقود المستقبلية؟

لضمان تنفيذ طرفى العقد المستقبلى لالتزاماتهما يقوم كل طرف بدفع تأمين لغرفة المقاصة يودع فى حسابه، وإذا ما اتجهت الأسعار فى صالح

طرف ما فإن فرق السعر يضاف إلى حسابه والعكس صحيح. ولذا، يُقال إن العقد المستقبلي يخضع للتسوية اليومية.

ما المقصود بالعقود الآجلة؟ (Forward Contracts) .

العقد الآجل هو عقد بين طرفين على قيام أحدهما بتسليم الآخر أصلاً معيناً فى تاريخ متفق عليه بسعر محدد عند التعاقد فى تاريخ محدد.

ما الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية؟

Forward and Futures Contracts ?

من الناحية اللغوية، فإن العقود الآجلة هى عقود مستقبلية، والعقود المستقبلية لا تخرج عن كونها عقوداً آجلة.

أما من الناحية العملية، فإن هناك بعض أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة أهمها ما يلى:

(١) يجرى التعامل على العقود المستقبلية فى السوق الرسمية فى حين يجرى التعامل على العقود الآجلة فى السوق غير الرسمية.

ومن المعروف أن السوق الرسمية هى سوق منظمة Organized Market تحكمها قوانين ولوائح وأعراف، فى حين تخضع السوق غير الرسمية لتفصيلات الأفراد.

(٢) طالما أن التعامل فى العقود المستقبلية يجرى فى السوق الرسمية، فإن العقود المستقبلية تتسم بالنمطية Standardized فى بنودها خلافاً للعقود الآجلة التى يتم تفصيلها وفقاً لرغبات المتعاقدين.

(٣) يقوم كل طرف فى العقود المستقبلية بإيداع تأمين ابتدائى لدى غرفة المقاصة، والتى تقوم بدورها كضامن لكل عملية تتم فى البورصة أى فى السوق الرسمية، فى حين يتعرض المتعاملون فى السوق الغير الرسمية لمخاطر عدم الوفاء فى ظل غياب دور غرفة المقاصة.

وعلى الرغم من أوجه الاختلاف السابقة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية إلا أن هناك أوجه تشابه بينهما، لعل أهمها ما يلى:

(١) أن كلاً منهما لا يترتب عليه تسليم وتسلم للأصول محل التعاقد.

(٢) أن كلاً منهما يستخدم كأداة للمضاربة أو للتحوط ضد تقلبات الأسعار.

وفى ضوء ما سبق يمكن تعريف العقود المستقبلية بأنها عقود آجلة يجرى التعامل عليها من خلال الأسواق الرسمية أو البورصة.

ما المقصود بعقود المبادلات "Swaps"؟

يُقصد بالمبادلات عقد بين طرفين على تبادل أصل نقّدى مقابل آخر فى تاريخ لاحق بهدف المضاربة والتحوط بنقل المخاطرة.

وعادة ما تكون عقود المبادلات على العملات وعلى أسعار الفائدة.

ففى مبادلة العملات يقوم الطرف الأول بالحصول على عملة ما من الطرف الثانى، والذى يقوم بدوره بالحصول على عملة أخرى من الطرف الأول. أما فى مبادلة أسعار الفائدة فيتم مبادلة سعر فائدة ثابت بسعر فائدة معوم والذى يتحدد بمتوسط الأسعار بين البنوك.

ما المقصود باتفاقيات إعادة الشراء؟ Repurchase Agreements (Repos)

يمكن تعريف اتفاقية إعادة الشراء (الريبو) بأنها اتفاقية بين طرفين يحتاج أولهما إلى مال بصفة مؤقتة ولديه أوراق مالية فيقوم ببيعها إلى من لديه فائض فى الأموال على أن يقوم بإعادة شرائها بسعر أعلى من سعر البيع فى موعد متفق عليه.

وقد تكون عملية الريبو لمدة ليلة واحدة " Over night repo " ، وهذه أكثر شيوعاً من عمليات الريبو التى تستمر لمدة أطول من ذلك.

ولا تخرج عمليات الريبو عن كونها قرضا مضمونا، فالذى يدخل فى هذه العمليات لا يهدف إلا إلى الحصول على قرض بضمان الأوراق المالية الحكومية والتى يودعها لدى المقرض، ويتعهد بإعادة شرائها مرة أخرى فى تاريخ لاحق محدد مسبقاً وبسعر أعلى من سعر بيعها.

ويتضح مما سبق ما يلى:

(١) إن اتفاقيةُ إعادة الشراء لا تخرج عن كونها قرضا بضمان أوراق مالية.

(٢) لا يترتب على الاتفاقية انتقال حيازة الأوراق المالية إلى الطرف الثانى وإن كان ينص فى الاتفاقية على رهنها له، بل وقد يتفق على رهن غيرها معها أيضاً.

(٣) إن الفرق بين قيمة اتفاقية البيع وقيمة اتفاقية إعادة الشراء لا يخرج عن كونه فائدة.

ما المقصود بالحساب النقدى والحساب الهامشى؟

يُقصد بالحساب النقدى قيام المشترى بدفع كامل قيمة الأوراق المالية المشتراه نقداً من حسابه، فى حين يُقصد بالحساب الهامشى قيام المشترى بدفع جزء (هامش) من قيمة الأوراق المالية واعتبار الباقى بمثابة قرض يُدفع عنه فوائد.

كيف يتم سداد قيمة الصفقات فى سوق الأوراق المالية ؟

يتم سداد قيمة الصفقات فى سوق الأوراق المالية بأحد أسلوبين :

الأول : أسلوب السداد النقدى، حيث يقوم المشترى بدفع كامل قيمة الأوراق المالية نقداً كما يقوم البائع بقبض كامل القيمة نقداً.

الثانى : أسلوب السداد النقدى الجزئى، حيث يقوم المشترى بدفع قيمة جزء من مشترياته نقداً، أما الباقى فيتم سداده من أموال مقترضة بضمان الأوراق المالية محل الصفقة.

وتجدر الإشارة إلى أن الأوراق المالية فى هذه الحالة تسجل باسم بيت السمسرة لا باسم العميل الذى أبرمت الصفقة لصالحه .

أما بالنسبة لمصدر الحصول على القرض فهو البنك ولكن عن طريق السمسار .

وبالطبع، فإن القرض هنا لا يكون على كامل قيمة الصفقة وإنما عن الجزء الذى لم يسدده العميل، ويُعرف الجزء المسدد فى هذه الحالة بالهامش، والذى يجب أن يكون مناسباً بما يسمح للسمسار ببيع الأوراق المالية واسترداد قيمة القرض فى حالة انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية .

ما المقصود بالبيع على المكشوف ؟

يُقصد بالبيع على المكشوف قيام المضارب ببيع أوراق مالية غير مملوكة له عند عقد الصفقة، على أن يقوم باقتراضها من الوسطاء عندما يحين موعد استلامها.

وعلى ذلك، فإن البيع على المكشوف يقوم على بيع الإنسان ما لا يملك، ويعتمد على توقع البائع لانخفاض القيمة السوقية للأوراق محل التعامل.

ولتوضيح طبيعة البيع على المكشوف نفترض أن سعر السهم للشركة س هو ٥٠ جنيها وأن أحد المضاربين يتوقع انخفاض القيمة السوقية لهذا السهم، وعلى الرغم من أن هذا المضارب لا يمتلك هذه الأسهم إلا أنه يعطى للسمسار أمراً بأن يبيع له على المكشوف ٥٠٠٠ سهم بهذا السعر (٥٠ج).

وبمجرد صدور الأمر للسمسار فإنه يقوم بدوره بالبحث عن مشتر لهذا العدد من أسهم تلك الشركة بمبلغ ٢٥٠٠٠٠ جنيها (٥٠٠٠ سهم × ٥٠ج) للتعاقد معه واستلام المبلغ.

أما عن مصدر الحصول على هذه الأسهم فهو إما من المخزون الذى لدى السمسار أو أنه سوف يقوم باقتراضه من شخص آخر.

ويقوم السمسار فى هذه الحالة بالاحتفاظ بمبلغ الـ ٢٥٠٠٠٠ جنيها أو تسليمها لمقرض الأسهم فى حالة اقتراض الأسهم، كرهن للأسهم، والذى يمكنه بدوره توجيهها إلى عمليات شراء وبيع أخرى.

ويستطيع مانح القرض طلبه فى أى وقت، وهنا يضطر السمسار إلى شراء الأسهم من السوق أو اقتراضها من آخر. فالأمر لا يخرج عن كونه استبدال مقرض بآخر.

وإذا ما صدقت توقعات المضارب بانخفاض سعر سهم الشركة س إلى ٤٠ جنيها فرضاً، فإنه يطلب من السمسار شراء الأسهم من السوق (٥٠٠٠ سهم × ٤٠ج) = ٢٠٠٠٠٠ جنيها، وتسليمها للمقرض على أن يسترد البائع قيمة الرهن المتمثلة فى القيمة التى سبق أن باع بها الأسهم بـ ٢٥٠٠٠٠ جنيها ، وبذلك يكون قد حقق عائداً قدره ٥٠٠٠ جنيها .

ما المقصود بالشراء على المكشوف ؟

المقصود بالشراء على المكشوف قيام المضارب باقتراض أموال من شركة الوساطة المالية لشراء كمية أكبر من أوراق مالية يتوقع صعود أسعارها. وتحدد السلطات المختصة الجهات التي يتم الاقتراض منها وعادة ما تكون السمسار أو مؤسسات التمويل، كما تحدد هذه السلطات أيضاً مدة القرض وسعر الفائدة.

ولتوضيح طبيعة الشراء بالهامش نفترض أن مستثمر يملك ٢٠٠٠٠ جنيه ويرغب فى استثمارها فى أسهم الشركة س لتوقعه ارتفاع سعرها من ٢٠٠ جنيه (السعر الحالى)، إلى ٢١٠ جنيه، ففى هذه الحالة يستطيع المستثمر شراء ١٠٠ سهم فقط، وإذا ما صدقت توقعاته فإنه يربح ٢٠٠٠ جنيه، أما إذا تعاقد بالهامش وكانت نسبة الهامش ٥٠٪ فإنه يستطيع أن يشترى ٢٠٠ سهم ومن ثم ترتفع أرباحه إلى ٤٠٠٠ جنيه قبل خصم الفائدة والمصروفات .

وعادة ما تطلب الجهة المقرضة من المستثمر أن يضع تحت تصرفها رهناً عبارة عن أسهم وسندات تزيد قيمتها السوقية وقت الاقتراض عن مجموع دين المستثمر .

ويُعرف هذا الشراء أيضاً باسم الشراء الهامشى .

ما الاعتبارات الواجب مراعاتها عند تكوين محفظة الأوراق المالية؟

هناك مجموعة من الاعتبارات يلزم مراعاتها عند تكوين محفظة الأوراق المالية أهمها ما يلى:

(١) تنويع الاستثمار، فكلما زاد تنويع المحفظة كلما انخفضت المخاطر، وفى هذا الصدد قد يكون من المناسب أن يشمل التنويع صناعات مختلفة ولا يقتصر على شركات مختلفة داخل صناعة واحدة. كما قد يكون من المناسب أيضاً إعادة النظر فى الشركات داخل الصناعة كل فترة ببيعها وإحلالها بغيرها فى ضوء مستويات الأداء.

(٢) مستوى المخاطر، فاشتمال المحفظة على سندات (سنتناول الحُكم الشرعى للسندات فى الفصل التالى) يؤدى إلى تخفيض المخاطر، واشتمالها على أسهم لأغراض المضاربة يزيد من درجة المخاطر، كما يمكن التحكم فى مستوى المخاطر عن طريق خيارات الشراء والبيع أيضاً.

(٣) السيولة، أى إمكانية التخلص من الورقة المالية بسرعة وبدون خسائر، وهو ما يتطلب أن تشتمل المحفظة على أوراق مالية نشطة أى يمكن بيعها بسهولة.

ما الممارسات اللاأخلاقية التى قد تقع فى سوق الأوراق المالية؟

قد تُجرى بعض الممارسات والتصرفات غير الأخلاقية فى سوق الأوراق المالية، وهذه الممارسات والتصرفات من شأنها أن تؤثر على السوق سلباً، ومن أهم هذه الممارسات ما يلى:

(١) إجراء عمليات بيع صورية، ومن أهم أشكال هذا البيع ما يلى:

(أ) قيام فرد ببيع أسهم شركة معينة لفرد ما، ثم إعادة شرائها منه فى نفس اليوم، سواء كان ذلك بنفس السعر أو أكبر أو أقل.

(ب) قيام فرد ببيع أسهم شركة معينة لأحد أفراد أُسرته.

والسؤال الآن: ما الذى يحققه الفرد من القيام بعمليات صورية على أسهم شركة معينة ؟

ببساطة ، فإن أهداف هذا الفرد لا تخرج عن ما يلى :

(أ) شراء أسهم هذه الشركة، ولذا فهو يقوم بعمليات بيع صورية بأقل من سعر السوق، وهو ما يوحى للمتعاملين بتدهور ظروف الشركة المصدرة للأسهم، مما يدفع الغير إلى التخلص من أسهمهم فينخفض السعر ويدخل هو كمشتر.

(ب) بيع أسهم هذه الشركة، ولذا فهو يقوم بعمليات بيع صورية بأكبر من سعر السوق، وهو ما يوحى للمتعاملين بتحسن أوضاع الشركة المصدرة للأسهم، مما يدفع الغير إلى الدخول إلى السوق للشراء، ومن ثم ترتفع الأسعار فيبيع هو ما يملكه.

(٢) احتكار بعض الأوراق المالية فى السوق، إذ قد يقوم شخص ما بشراء

المعروض من الأوراق المالية الخاصة بشركة ما بهدف احتكارها، ثم يعيد بيع هذه الأوراق بالأسعار التى يحددها.

كما قد يكون الاحتكار فى أسهم يتم التعامل فيها على المكشوف، ولما كان المضارب فى هذا النوع من الأسهم ملتزماً بردها فى أى وقت يحدده المقرض فإنه يجد نفسه مضطراً لقبول السعر الذى يحدده المحتكر.

(٣) استغلال السمسار لثقة العملاء، إذ قد يقوم بعض السماسرة بإيهام عملائهم بشراء أو بيع أوراق مالية معينة مستغلين فى ذلك ثقة هؤلاء العملاء فيهم، والهدف من هذا الإيهام هو حصول السمسار على العمولة والتى تزيد بزيادة عدد العمليات.

ولا شك أن هذا النوع من الممارسات اللا أخلاقية يصعب إثباته عملياً ومن ثم محاسبة السمسار عليه.

(٤) اتفاقيات التلاعب، وتهدف هذه الاتفاقيات إلى تحقيق أرباح من خلال التلاعب فى سعر أوراق مالية خاصة بشركة معينة عن طريق الاتفاق بين بعض العاملين فى هذه الشركة وسماسرة الأوراق المالية، وذلك عن طريق الخطوات التالية :

(أ) ترويج إشاعات عن سوء حالة الشركة والإيعاز للمستثمرين بالتخلص من أوراقها، وهو ما يؤدى إلى زيادة المعروض وانخفاض فى أسعار أسهم هذه الشركة.

(ب) قيام المتلاعبين بشراء الأوراق المالية المعروضة.

(ج) ترويج إشاعات عن تحسن حالة الشركة والإيعاز للمستثمرين

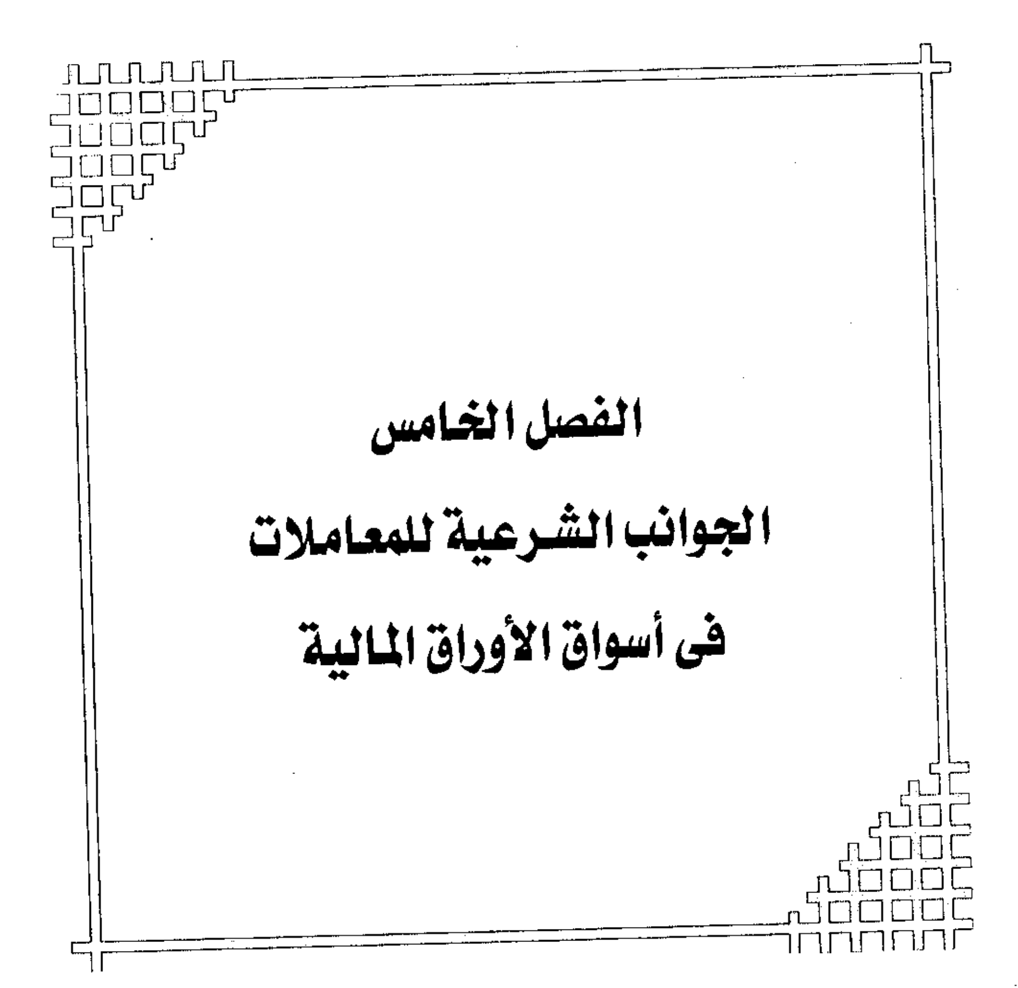
بشراء أوراقها وقيام المتلاعبين بعمليات بيع صورية، وهو ما يؤدى إلى زيادة الطلب على أسهم الشركة مع ارتفاع أسعارها.

(د) قيام المتلاعبين ببيع الأوراق المالية بهدوء وجنى الأرباح من خلال الفرق بين أسعار الشركة وأسعار البيع.

ولا شك أن هذه الممارسات تتطلب استصدار قوانين تُحرم البيع الصورى، كما تُحرم اتفاقيات التداول، وتمنع من نشر معلومات غير حقيقية أو ترويج إشاعات بشأن الأوراق المالية.

* * *

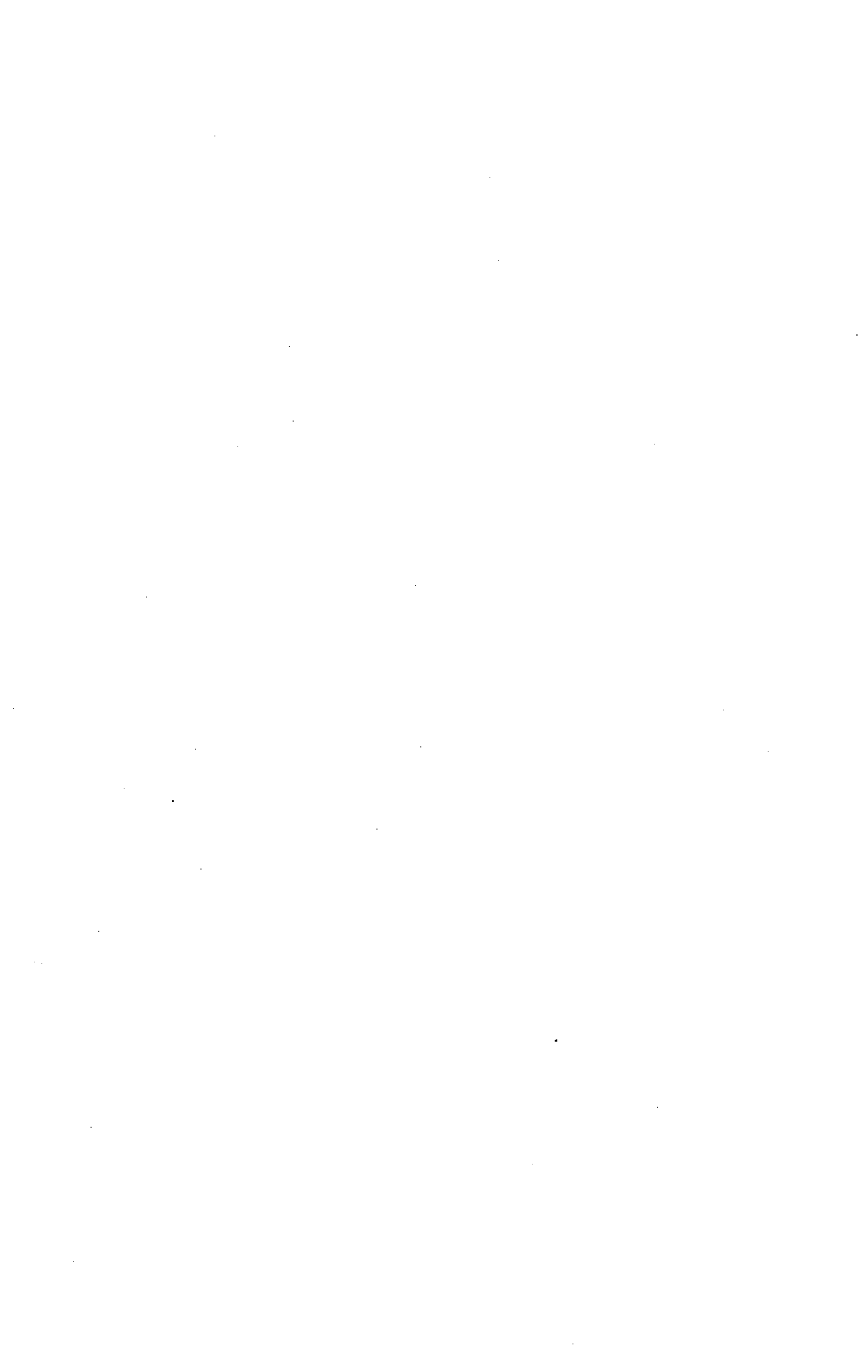


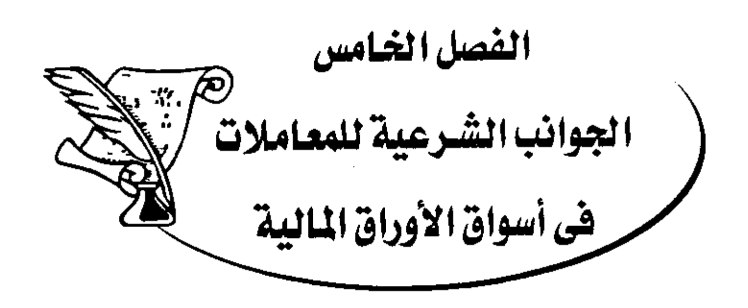


الفصل الخامس

الجوانب الشرعية للمعاملات

فى أسواق الأوراق المالية





الفصل الخامس
الجوانب الشرعية للمعاملات في أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

يختص هذا الفصل بتناول الجوانب الشرعية للأوراق المالية التى يتم تداولها فى بورصة الأوراق المالية، حيث نتناول حُكم إصدار أسهم لحاملها أو لأمره، وحُكم بيع الأسهم بالآجل، وتقسيط قيمتها، ومدى جواز تقاضى الشركة المصدرة لمصروفات إصدار، وكذلك حُكم إصدار الأسهم الجديدة والأسهم العينية والأسهم الممتازة وأسهم التمتع، وحكم البيع بالهامش، بالإضافة إلى حكم إصدار السندات وأذون الخزانة ووثائق وصكوك الاستثمار وصكوك التمويل.

كما يختص كذلك بتناول الحكم الشرعى للعقود المستقبلية والمشتقات المالية، بالإضافة إلى بيان الشركات التى يجوز تملك وتداول أسهمها، وكذلك التى لا يجوز تملك وتداول أسهمها، وحُكم الشركات التى يختلط فيها الحرام بالحلال، وكيفية تطهير أموال هذه الشركات، وطرق التصرف فى المال الحرام.

كما نتناول فى هذا الفصل أيضاً التكييف الفقهى لصناديق الاستثمار.

ما الأسهم التى يجوز إصدارها وتملكها؟

بصفة عامة، فقد أجاز الفقهاء إصدار وتملك الأسهم إذا كان نشاط الشركة المصدرة جائزاً شرعاً، وذلك باعتبار أن الأصل فى المعاملات الحل. وسوف نورد فيما بعد شروط إصدار وتملك هذه الأسهم.

هل يجوز إصدار أسهم لحاملها أو لأمره؟

يرى البعض جواز إصدار أسهم لحامله أو لأمره، ومستند جواز ذلك هو أن الشارع قد رغب في توثيق الحقوق وحفظها بالكتابة وغيرها، ولكنه لم يحدد لذلك شكلاً معيناً، فإذا تم ذلك بإصدار أسهم مكتوب عليها أسماء الشركاء كان ذلك جائزاً، كما أنه إذا تم بكتابة أسماء الشركاء فى سجلات خاصة ، أو بأى طريقة أخرى، أو لم تكتب الأسماء أصلاً فإن ذلك جائز. في حين يرى البعض الآخر عدم جواز إصدار أسهم لحامله لما قد يؤدي إليه ذلك من نزاع وخصومة.

ما حكم شراء أو بيع الأسهم نقداً أو بأجل؟

يجوز شراء الأسهم وبيعها حالا أو آجلا.

ما حكم تقسيط قيمة السهم؟

يجوز تقسيط قيمة السهم عند الاكتتاب ، شريطة أن يكون التقسيط شاملاً جميع الأسهم، وأن تبقى مسؤولية الشركة بقيمة الأسهم المكتتب بها.

ما حكم تقاضى الشركة المصدرة للأسهم مصروفات إصدار؟

يجوز للشركة المصدرة للأسهم أن تضيف نسبة معينة إلى قيمة السهم عند الاكتتاب لتغطية مصروفات الإصدار، وهو ما يُعرف باسم رسوم الإصدار،

مادامت تلك النسبة مقدرة تقديراً مناسباً.

هل يجوز إنشاء شركة مساهمة؟

انتهى مجمع الفقه الإسلامي إلى القول بجواز إنشاء شركات المساهمة والإسهام فيها، حيث ورد ما نصه: «بما أن الأصل في المعاملات الحل فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز».

ما حكم تداول الأسهم بالبيع والشراء؟

يجوز تداول الأسهم بيعاً وشراءً لأن من حق صاحب السهم أن يتصرف في ملكه بما يشاء ما لم يترتب على ذلك ضرر بالآخرين، كما أن في ذلك تحقيقاً لمصلحة تتمثل في بيع ما تمثله الأصول (وهي الأسهم) دون بيع للأصول ذاتها.

هل يجوز لشركة مساهمة قائمة أن تصدر أسهماً جديدة؟

نعم يجوز لشركة مساهمة قائمة أن تصدر أسهماً جديدة لزيادة رأس مال الشركة شريطة أن تصدر بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، والتى تتحدد إما حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإما بالقيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو خصم إصدار.

ما حكم إصدار أسهم عينية؟

يجوز إصدار أسهم عينية متى أمكن تقويم الحصص المقابلة لها. وقد عبر الفقهاء عن ذلك "بالاشتراك بالعروض".

ما الحالات التى يجوز فيها إصدار أسهم ممتازة؟

يجوز إصدار أسهم ممتازة إذا كان الامتياز يتعلق بالجوانب الإجرائية أو الإدارية.

ما الحالات التى لا يجوز فيها إصدار أسهم ممتازة؟

لا يجوز إصدار أسهم ممتازة إذا كان الامتياز يتعلق بضمان رأس المال أو ضمان قدر معين من الربح أو تقديمها عند توزيع الأرباح أو عند التصفية، لأن ذلك يؤدى إلى قطع الاشتراك في الربح، ووقوع الظلم على الشركاء الآخرين.

ما حُكم إصدار أسهم التمتع؟

لا يجوز إصدار أسهم التمتع، وهى التي تعطى للمساهم عوضاً عن أسهمه التي ردت إليه قيمتها تدريجياً من خلال الأرباح في أثناء قيام الشركة، وتمنحه بدلاً عن ذلك أسهم تمتع تُخول له الحقوق التي لأسهم رأس المال إلا في الأرباح واقتسام موجودات الشركة عند حلها، حيث يعطى مالك أسهم التمتع نصيباً من الأرباح أقل مما يعطاه مالك أسهم رأس المال، كما لا يكون لمالك سهم التمتع نصيب فى موجودات الشركة عند حلها إلا بعد أن يستوفى أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم.

ومستند عدم الجواز أن ما يأخذه أصحاب هذه الأسهم هو حقهم في الربح، وعليه يبقون مالكين لها ومستحقين لحصة فى موجودات الشركة عند التصفية.

هل يجوز لجهة ما ضمان الإصدار؟

نعم يجوز ضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل، ويُقصد بذلك التزام جهة عند تأسيس الشركة بشراء جميع الإصدار أو ما تبقى مما لم يكتتب فيه غيره بالقيمة الاسمية.

هل يجوز التصرف فى السهم بالبيع ونحوه إلى طرف آخر بعد تمام عملية البيع وانتقال الضمان إليه ولو لم يتم التسجيل النهائي له؟

نعم يجوز انتقال الضمان إلى المشترى بالقبض الحكمى الذى يخوله التصرف فيما اشتراه.

هل يجوز تنظيم تداول الأسهم بواسطة سماسرة مرخص لهم بذلك عن طريق الدولة؟

نعم يجوز لأن هذا من التصرفات المحققة لمصالح مشروعة.

ما حكم إصدار أسهم لشركات غرضها الأساسى محرم كالتعامل بالربا أو انتاج المحرمات أو المتاجرة بها؟

يحرُم إنشاء شركات غرضها الأساسى محرم كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها، ويحرُم تبعاً لذلك إصدار وتداول الأسهم التي يتكون منها رأس مال هذه الشركات، طالما كان الغرض الذى أُنشئت من أجله الشركة غير جائز.

هل يجوز تداول أسهم الشركات أثناء فترة الاكتتاب؟

لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها نقوداً فقط، سواء في فترة الاكتتاب أو بعد ذلك، قبل أن تزاول الشركة نشاطها أو عند

التصفية إلا بالقيمة الاسمية وبشرط التقابض.

ما حكم إصدار وتملك السندات ؟

يمثل السند مديونية على الجهة المصدرة له، ومن ثم يكون حامل السند دائناً لهذه الجهة .

وهذه السندات لا تتفق مع أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية، ولذا، فإن إصدارها وتملكها غير جائز شرعاً.

أما الفوائد المترتبة على تملك هذه السندات فإن ملكيتها حرام، ويجب صرفها فى وجوه الخير فيما عدا بناء المساجد وطبع المصاحف، ويعتبر هذا الصرف للتخلص من الحرام.

ما حكم إصدار وتملك أذون الخزانة ؟

تُمثل أُذون الخزانة أوراقاً مالية قصيرة الأجل (لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة)، تصدرها الحكومة بهدف سد احتياجاتها العاجلة، ولذا فهى تُعد أحد صور السندات التى تصدرها الحكومة غير أنها قصيرة الأجل.

وهذه الأذون حكمها الشرعى حكم السندات أى عدم الجواز.

وتُعامل الفوائد المترتبة على تملك هذه الأذون معاملة الفوائد المترتبة على تملك السندات.

ما حُكم إصدار وتملك وثائق الاستثمار ؟

يُقصد بوثائق الاستثمار تلك الصكوك التى تُعطى لحاملها الحق فى المشاركة فى نتائج استثمارات صناديق الاستثمار فى الأوراق المالية، كل

بنسبة ما يملكه وفقاً للشروط والأوضاع المثبتة فى نشرة الاكتتاب التى تصدرها هذه الصناديق.

وحيث إن هذه الوثائق تقوم على المشاركة فى نتائج الاستثمارات، فهى جائزة شرعاً حكمها فى ذلك حكم الأسهم، غير أنه يجب أن تكون الأوراق التى يتعامل فيها الصندوق صادرة عن شركات تتعامل فى سلع أو خدمات مشروعة.

ما حُكم إصدار وتملك صكوك الاستثمار وصكوك التمويل؟

يُقصد بصكوك الاستثمار تلك الصكوك التى تصدرها الشركات العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها ، وتعطى لمن يملكها الحق فى المشاركة فى الأرباح دون الإدارة .

أما صكوك التمويل فهى صكوك ذات عائد متغير تصدرها شركات المساهمة التى تعمل فى غير مجال تلقى الأموال لاستثمارها لمواجهة احتياجاتها التمويلية.

وصكوك الاستثمار وصكوك التمويل جائزة شرعاً لقيامهما على مبدأ الغنم بالغرم.

ما الشركات التى يجوز تملك وتداول أسهمها؟

يمكن حصر أنواع هذه الشركات فيما يلى:

(١) شركات تنص وثائق إنشائها على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.

وقد أجاز الفقهاء تملك وتداول أسهم هذه الشركات، لأن النص على

الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية أمر من شأنه أن يُطمئن المساهم ويجعل من حقه الاعتراض على المخالفات الشرعية إن وقعت، بل والمطالبة بتصحيح هذه المخالفات وعدم العودة إليها مستنداً فى ذلك على ما ألزمت الشركة به نفسها من الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.

(٢) شركات لا تنص وثائق إنشائها على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية إلا أنها تُطبق بالفعل أحكام الشريعة الإسلامية.

وقد أجاز الفقهاء تملك وتداول أسهم هذه الشركات، وذلك أن مجرد التطبيق الصحيح ينتج عنه تصرفات ذات آثار مشروعة.

غير أن عدم وجود نص فى الوثائق على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية يتطلب من المساهم مداومة مراقبة تصرفات الشركة للتثبت من عدم وجود مخالفات لأحكام الشريعة الإسلامية ومعالجة ما قد يترتب على ذلك.

(٣) شركات لا تنص وثائق إنشائها على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، ولا تلتزم بالفعل، إلا أنه يُمكن جعل معاملاتها موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية فى حالة شراء أغلبية أسهمها.

وقد أجاز الفقهاء تملك وتداول أسهم هذه الشركات، بل وجعلوا من ذلك (التملك والتداول) أمراً مطلوباً طالما كان المساهمون المرتقبون قادرون بالفعل على التغيير على أن يتم ذلك فى أقرب وقت ممكن، باعتبار أن ذلك وسيلة لتغيير المنكر، ومن باب الأمر بالمعروف والنهى عن المنكر الذى دلت عليه الأدلة المعتبرة، كما أن فى ذلك زيادة لعدد الشركات التى تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية .

ما الشركات التى لا يجوز تملك وتداول أسهمها؟

تتمثل هذه الشركات فى الشركات التى يكون غرضها الرئيس حراماً، مثل الشركات التى تعمل فى مجال إنتاج وبيع الخمور ولحم الخنزير وإدارة صالات القمار، وكذلك البنوك وشركات التأمين التقليدية.

وقد أجمع الفقهاء على عدم جواز تملك أسهم هذه الشركات لحرمة نشاطها الرئيس.

ما حكم إصدار وتملك أسهم الشركات التى يختلط فيها الحرام بالحلال؟

تتمثل هذه الشركات فى الشركات التى يكون غرضها الرئيس مشروعاً كالتجارة فى المباحات أو زراعتها أو صناعتها إلا أنها تعاملت جزئياً فى الموجودات المحرمة شرعاً، أو قامت بعمليات اقتراض من البنوك الربوية أو إقراض لها.

ويمكن حصر حالات المخالفات الشرعية فى هذه الشركات فيما يلى:

(١) قيام الشركة بالاقتراض من البنوك.

(٢) قيام الشركة بإقراض البنوك.

(٣) قيام الشركة بالتعامل الجزئى فى الموجودات المحرمة شرعاً.

وجميع هذه الحالات يمكن تسميتها بالحالات التى يختلط فيها الحرام بالحلال.

وقد تباينت آراء الفقهاء فى مدى جواز تملك وتداول أسهم هذه الشركات، حيث يرى عدد كبير من الفقهاء جواز الإسهام فى هذه الشركات. وقد برروا ذلك بمشروعية غرضها وأنه من المقرر شرعاً أن

اختلاط الحرام بالحلال من التصرفات التى لا يجعل التصرف ممنوعاً على إطلاقه، إذ أن المقاصد المشروعة تنزل منزلة الضرورة، وأنه من أحكام نظرية الضرورة أنها تُقدر بقدرها ويقتصر فيها على أقل ما يحصل به دفع الحرج، وكذلك تطبيق قاعدة رفع الحرج والحاجة العامة، وعموم البلوى، ومراعاة قواعد الكثرة والقلة والغلبة، وجواز التعامل مع من كان غالب أمواله حلال.

غير أن جمهور الفقهاء قيد هذا الجواز بالشروط التالية:

الشرط الأول: أن لا تنص الشركة في نظامها الأساسى على أن من أهدافها التعامل بالربا، أو التعامل بالمحرمات كالخنزير ونحوه.

الشرط الثانى: ألا يبلغ إجمالي المبلغ المقترض بالربا، سواء أكان قرضاً طويلا أم متوسطا أو قصير الأجل، ٣٠٪ من القيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة، مع التسليم بأن الاقتراض بالربا حرام مهما كان مبلغه.

الشرط الثالث: ألا يبلغ إجمالي المبلغ المودع بالربا، سواء أكانت مدة الإيداع قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل ٣٠٪ من القيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة، مع التسليم بأن الإيداع بالربا حرام مهما كان مبلغه.

وتجدر الإشارة إلى أن التقييد بالثلث مأخوذ من أن نسبة الثلث تُعد معياراً للكثرة فى الكثير من الأحكام الشرعية.

الشرط الرابع: أن لا يتجاوز مقدار الإيراد الناتج من عنصر محرم نسبة ٥٪ من إجمالي إيرادات الشركة، سواء أكان هذا الإيراد ناتجاً عن ممارسة نشاط محرم أم عن تملك لمحرم.

ولا شك أن وضع نسبة محددة فى موضوع الإيداع بفائدة أو الاقتراض

بفائدة ليس معناه إباحة التصرف فى حدود هذه النسبة، فإن قليل الربا وكثيره حرام، ولكن الهدف من إعطاء حكم خاص للحالات التى يُقتصر فيها على هذه النسبة وما دونها هو تقليل العنصر الغريب من الاستثمار الإسلامي مما تدعو الحاجة وعموم البلوى إلى اغتفاره والتجاوز عنه بعد وقوعه، وليس القبول أو الرضا بوقوعه.

الشرط الخامس : وجوب إنكار المُحرم والعمل على تغييره.

الشرط السادس: وجوب التخلص من الكسب الذى نشأ عن المعاملات المُحرمة، وهو ما يعرف باسم عملية التطهير.

الشرط السابع: استمرار مراعاة هذه الضوابط طوال فترة الإسهام أو التعامل، فإذا اختلت الضوابط وجب الخروج من هذا الاستثمار.

ما الإجراءات العملية لتطهير أسهم الشركات التى اختلط فيها الحرام بالحلال؟

إذا ما أخذنا بالرأى القائل بالجواز المقيد بتملك وتداول أسهم الشركات التى يختلط فيها الحرام بالحلال، فإنه يتعين على مالك السهم التخلص من نسبة الحرام فى هذه الأسهم، وهو ما يُعرف باسم عملية التطهير كما سبقت الإشارة.

ونتناول فيما يلى كيفية تطهير أموال الشركات التى يختلط فيها الحرام بالحلال فى حالاتها الثلاث السابق الإشارة إليها.

(أ) حالة قيام الشركة بالاقتراض من البنوك

يلزم في هذه الحالة إجراء المقارنة بين معدل الفائدة المدفوع للبنك عن القرض، وبين معدل العائد الربحي المحقق في الشركة المقترضة، ولا تخلو نتيجة المقارنة من أحد الاحتمالات الثلاثة التالية:

الاحتمال الأول: مساواة معدل الفائدة المدفوع مع معدل العائد المحقق، وفي هذه الحالة يكون ما حققته الشركة من عوائد نتيجة الاقتراض قد خرج من ملكها بدفعه بالكامل إلى البنوك المُقرضة، وبالتالي يكون ما لدى الشركة من أموال قد تخلص من الشوائب وأصبح طاهراً.

الاحتمال الثاني: زيادة معدل الفائدة المدفوع عن معدل العائد المحقق، وذلك بأن يكون معدل الفائدة على القرض ٢٠٪ (فرضاً) في حين يكون معدل العائد المحقق فعلاً ١٧٪ (فرضاً) ، وبذلك تكون الشركة قد أخرجت من أموالها ٣٪ زيادة عن معدل العائد المحقق، وبالتالي فإننا لسنا في حاجة إلى مناقشة قضية التطهير هنا أيضا.

الاحتمال الثالث: انخفاض معدل الفائدة المدفوع عن معدل العائد المحقق، وذلك بأن يكون معدل الفائدة على القرض ٢٠٪ (فرضاً) في حين يكون معدل العائد المحقق فعلاً ٢٥٪ (فرضاً)، ففي هذه الحالة يكون الفرق بين المعدلين (٥٪) كسباً غير مشروع، ويجب على مالك السهم تطهير أمواله من هذا الجزء.

وهناك رأى يرى أنه مع التسليم بأن الاقتراض حرام إلا أن الأموال المُقترضة بالفائدة قد دخلت ضمان الشركة وأن الربح قد حصل من مال مضمون. ولذا لا يرى أصحاب هذا الرأى وجوب التخلص من ريع الأموال التى تقترضها الشركة.

وهناك رأى وسط يبدو محققاً للمصلحة والعدل معاً، وهو أن العائد قد نشأ نتيجة تضافر المال المقترض والجهد المبذول معاً، وعليه فإنه يتم التخلص من نصف العائد الذى تحقق من المال المقترض، فيكون ما يجوز تملكه منه هو

ما يخص العمل، وهو النصف، على أن يتم التخلص من النصف الآخر والذى يخص الاقتراض.

وإذا ما أخذنا بالرأى الأول والثالث، فإن السؤال كيف يتم تحديد نسبة التطهير؟

يلزم الإشارة بداية إلى أن نسبة الـ (٥٪)، السابق تحديدها، تُمثل الفرق بين معدل الفائدة المدفوع، ومعدل العائد المحقق، ومن ثم فهي ليست نسبة التطهير على مستوى أموال الشركة.

ولكي يتم حساب نسبة التطهير في الواقع يمكن اتخاذ الإجراءات التالية:

(١) تحديد مقدار (أى المبلغ وليس نسبة) الفرق بين المعدلين وليكن(٢٠٠٠٠ جنيها فرضاً).

(٢) استخراج نصيب كل سهم من هذا المبلغ بقسمته على عدد الأسهم .

(٣) تحديد نصيب كل مساهم من القدر الواجب إخراجه عن طريق ضرب نصيب السهم فى عدد الأسهم المملوكة له.

(٤) التخلص من كامل هذا المبلغ وفقاً للرأى الأول، ومن نصفه وفقاً للرأى الثالث. ويتم ذلك بصرفه في وجوه الخير ما عدا طباعة المصاحف وبناء المساجد وكافة العبادات التي يتقرب بها المسلم إلى الله تعالى.

(ب) حالة قيام الشركة بإقراض البنوك (الإيداع فيها) :

قد يكون من المناسب الإشارة بداية إلى ما سبق أن أوضحناه من ضرورة ألا يبلغ إجمالي المبلغ المودع بالربا ٣٠٪ من القيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة.

وفى جميع الأحوال تُعتبر النسبة التي حصلت عليها الشركة كسباً غير مشروع. ومن ثم يلزم تطهير أموال الشركة من هذا الكسب من خلال حسابه واستبعاده ثم صرفه فى وجوه الخير، وذلك من خلال الإجراءات التالية.

(١) حصر الفوائد المقبوضة خلال العام سواء أكانت من قروض قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل.

وفى حالة الشركات التى لا تفصح عن حجم الفوائد المقبوضة فيلزم الاجتهاد فى التعرف على هذه الفوائد ويراعى جانب الاحتياط.

(٢) استخراج نصيب كل سهم من الفوائد المقبوضة بقسمة مجموع هذه الفوائد على عدد أسهم الشركة.

(٣) تحديد نصيب كل مساهم من القدر الواجب التخلص منه عن طريق ضرب نصيب السهم في عدد الأسهم المملوكة للمساهم ـ فرداً كان أو مؤسسة أو صندوقاً أو غير ذلك.

(ج) حالة قيام الشركة بالتعامل الجزئى فى الموجودات المحرمة شرعاً

فى حالة ما إذا كان جزء من نشاط الشركة غير مشروع، فإن الأصل أن يتورع المسلم عن تملك أسهم مثل هذه الشركات إذا كان هذا النشاط واضحاً ومعلوماً مسبقاً، وأما إذا علم ذلك متأخراً، أو كان هذا النشاط طارئاً أو بسيطاً، ففي هذه الحالة يلزم التطهير عن طريق الإجراءات التالية:

(١) حصر الإيراد الناتج من النشاط غير المشروع.

(٢) استخراج نصيب كل سهم من الإيراد غير المشروع عن طريق قسمة هذا

الإيراد على عدد أسهم الشركة.

(٣) تحديد نصيب كل مساهم من الإيراد غير المشروع عن طريق ضرب نصيب السهم في عدد الأسهم المملوكة للمساهم ـ فرداً كان أو مؤسسة أو صندوقاً أو غير ذلك.

وقد يكون من المناسب التأكيد على ما سبق أن أوضحناه من أن الفقهاء قيدوا نسبة الأنشطة غير الجائزة إلى إجمالى الأنشطة التى تزاولها الشركة بالثلث والإيراد الناتج عن هذه الأنشطة ب٥ ٪ من إجمالى إيرادات الشركة.

كما يلزم الإشارة إلى أنه سواء أقامت الشركة بالاقتراض من البنوك أو إقراضها أو قامت بالتعامل الجزئى فى موجودات محرمة شرعاً فإنه يؤخذ فى الاعتبار ما يلى:

(١) يجب التخلص من الإيراد المحرم ـ سواء أكان ناتجاً من النشاط أو التملك المحرم، أم من الفوائد على من كان مالكاً للأسهم سواء أكان مستثمراً أم متاجراً فى نهاية الفترة المالية. وعليه فلا يلزم من باع الأسهم قبل نهاية الفترة المالية التخلص.

(٢) يتم إخراج ما يخص السهم من الإيراد المحرم، سواء وزعت أرباح أم لم توزع، وسواء أربحت الشركة أم خسرت.

(٣) لا يلزم الوسيط أو الوكيل أو المدير التخلص من جزء من عمولته أو أجرته نظير ما قاموا به من عمل.

ما الحكم الشرعى للمشتقات المالية؟

يمكن تلخيص الحكم الشرعى فى عقود المشتقات المالية فيما يلى:

(١) يشترط فى عقد البيع فى الفقه الإسلامي انتقال ملكية المبيع من البائع إلى المشترى فى الحال واستحقاق البائع للثمن، وفى عقود المشتقات فإن البائع لا يمتلك ما يبيعه فهو يبيع مالا يملك.

(٢) إنْ عقود المشتقات تدخل فى باب بيع الإنسان ما ليس عنده، وقد نهى الرسول ﷺ عن ذلك بقوله: «**لاتبع ما ليس عندك**» رواه الترمذى. وكذلك بقوله: «**من ابتاع طعاماً فلا يبعه حتى يقبضه**» رواه البخارى.

(٣) إن عقود المشتقات تدخل فى باب بيع ما لم يقبض.

(٤) إن عقود المشتقات تدخل فى باب بيع الكالئ بالكالئ، أى بيع الدين بالدين حيث يتأجل تسليم المبيع كما يتأجل تسليم الثمن، وعن ابن عمر رضى الله عنه أن رسول الله ﷺ «**نهى عن بيع الكالئ بالكالئ**» أى بيع الدين بالدين. وقد أجمع الفقهاء على عدم جواز ذلك.

(٥) إن هذه العقود لا تفيد التملك فى الحال، وهذا لم يجزه الفقهاء إلا فى بيع السلم.

ولذا، فإن هذه العقود غير جائزة شرعاً.

ما حُكم إبرام عقود المستقبليات (FUTURES)؟

تناولنا فى الفصل السابق طبيعة عقود المستقبليات، وفيما يتعلق بالحكم الشرعى ، فلا يجوز إبرام عقود المستقبليات(FUTURES) ومستند عدم جواز ذلك أن تلك العقود تتضمن اشتراط تأجيل تسليم المبيع المعين وهو الورقة المالية وهذا محرم لا يجوز، ثم إن البائع لا يملك- فى الغالب- الأوراق التى أبرم عليها عقداً مستقبلياً، فيكون بائعاً لما هو مملوك لغيره، وهو مما لاخلاف

بين أهل العلم فى عدم جوازه، وهو أيضاً داخل فى النصوص الشرعية الثابتة عن المصطفى ﷺ الدالة على تحريم بيع الإنسان ما لا يملك، كما أن غالب العقود المستقبلية تنتهى بالتسوية النقدية بين المتعاقدين، وهذا قمار ظاهر إذا كان ذلك مشروطاً فى العقد، وإن كان غير مشروط فى العقد فهو نوع منه، ثم إن المقصود من العقود القبض، وفى العقود المستقبلية ليس القبض مقصوداً للمتعاقدين أصلاً، فكان فيها التزام وشغل لذمة كل واحد منهما بالدين بلا فائدة، إلا المخاطرة وانتظار الخسارة التى ستقع بأحد الطرفين لا محالة.

ما حُكم إبرام عقد الاختيارات (OPTIONS)؟

تناولنا فى الفصل السابق طبيعة عقود الاختيارات، وفيما يتعلق بالحكم الشرعى ، فلا يجوز إبرام عقود الاختيارات(OPTIONS) ،ومستند عدم جواز ذلك هو ما يلى:

(١) أنها تنطوى على بيع الإنسان ما ليس عنده.

(٢) أنها لا تخرج عن كونها عملاً من أعمال القمار والمراهنة لما فيها من غرر فاحش.

(٣) أن فيها شبهة الربا حيث تتم معاوضة مال بمال مع زيادة.

(٤) لا يترتب عليها تمليك ولا تملك والبيع فى الفقه الإسلامي ُيقصد به التمليك والتملك.

وقد يكون من المناسب هنا إزالة ما قد يبدو من لبس بين عقود الاختيارات أو الخيارات وبين خيار الشرط فى الفقه الإسلامي، وهو ما

يثبت لأحد العاقدين أو غيرهما من الحق فى إمضاء العقد أو فسخه بناء على اشتراط ذلك له والذى ثبت بحديث رسول الله ﷺ لأحد أصحابه، فعن عبد الله بن عمر رضى الله عنهما أن رجلاً ذكر للنبى ﷺ أنه يُخدع فى البيوع فقال "**إذا بايعت فقل لا خلابة**". فالهدف من هذا الخيار دفع الغبن والغرر والخداع، أما عقود الخيار فى بورصة الأوراق المالية فهى قمار ومراهنة على اتجاهات الأسعار .

ما حكم إبرام عقود المبادلات المؤقتة؟

تناولنا فى الفصل السابق طبيعة عقود المبادلات المؤقتة (Swaps)، وفيما يتعلق بالحكم الشرعى، فلا يجوز إبرام هذه العقود.

ومستند عدم جواز ذلك هو أن تلك العقود تتضمن الربا بنوعيه إذا كانت النقود من عملة واحدة، أو ربا النسيئة فقط إذا كانت من عملتين، كما تنطوى على بيع الدين بالدين لأنه عقد مؤجل فيه العوضان، وفيها غرر لجهالة مقدار النقود عند التعاقد، وتنطوى على قمار لأن المقصود من هذه العقود المحاسبة على الفرق بين معدلى العائد على الأسهم وليس التقابض الذى هو مقصود العقود، فكان أحد العاقدين غانماً والأخر غارماً، وهذا حقيقة القمار.

ما حكم البيع بالهامش؟

لا يجوز شراء وبيع الأسهم أو رهنها بقرض ربوى من السمسار أو غيره (بيع الهامشMARGIN)، لما فى ذلك من المراباة، وقد لعن الله آكل الربا وموكله وكاتبه وشاهديه. وعليه لا يجوز التعامل بالهامش في الفقه الإسلامي.

هل يجوز بيع أسهم لا يملكها بائعها (البيع على المكشوف)؟

لا يجوز بيع أسهم لا يملكها البائع (البيع القصيرSHORT SALE). لما يترتب على ذلك من بيع ما لا يملك، وهو منهى عنه شرعاً لحديث رسول الله ﷺ: «لا تبع ما ليس عندك» أي ما ليس مملوكاً لك، وفي تفسير ثان ما ليس مملوكاً لك ولا تقدر على تسليمه، وفي تفسير ثالث ما ليس عندك من الأعيان. وجميع هذه التفسيرات تنطبق على البيع على المكشوف.

ما التكييف الفقهى لصناديق الاستثمار؟

تتحدد أطراف العلاقة، وكذا العلاقة فيما بينهم فى صناديق الاستثمار على النحو التالى :

الطرف الأول : الجهة المنشئة - المؤسسة - للصندوق، وعادةً ما تكون بنكاً، وتتولى هذه الجهة استصدار الترخيص اللازم لبدء مزاولة الصندوق لنشاطه، وكذا إعداد نشرة الاكتتاب واعتمادها من الهيئة العامة لسوق المال، ثم تلقى الاكتتاب من الجمهور فى الصندوق . ويجب أن يخصص البنك مبلغاً لا يقل عن خمسة ملايين جنيه لبدء مباشرة الصندوق لنشاطه، ويحصل البنك على وثائق بكامل هذا المبلغ .

ويشارك البنك فى أرباح وخسائر الصندوق بنسبة ما يملكه من وثائق إذا كان الصندوق يقوم بتوزيع عوائد دورية، كما يشارك فى زيادة قيمة الوثائق فى نهاية فترة الصندوق فى حالة ما إذا كان الصندوق ذا عائد تراكمى .

وفى ضوء ما سبق يمكن القول بأن دور البنك فى هذه العلاقة يتمثل فى قيامه بإنشاء الصندوق وتقديم حصة من المال حتى يتمكن من

مباشرة نشاطه.

وعلى ذلك لا يخرج البنك فى صناديق الاستثمار عن كونه مالكاً لحصة فى الصندوق تعادل قيمة الوثائق التى اكتتب فيها، ومن ثم فهو شريك لغيره من المكتتبين لا مضارباً بأموالهم، إذ الأصل فى المضاربة أن يكون المال من جانب والعمل من الجانب الآخر - وإن جاز للمضارب تقديم حصة من رأس المال - وذلك بخلاف المشاركة التى يتعين أن يكون المال فيها من الجانبين .

وقد انعقدت المشاركة بين البنك وغيره من المكتتبين فى هذه الشركة بإيجاب وقبول شأن بقية العقود فى الفقه الإسلامي، ولكن الإيجاب هنا هو الاكتتاب فى الصندوق، حين يتوقف القبول على موافقة البنك باعتباره الجهة المصدرة أو المنشئة للصندوق، وهو ما جاء فى قرار مجمع الفقه الإسلامي. وهو ما ينسجم أيضاً مع الصورة التى يحتفظ فيها البنك - كجهة مصدرة للوثائق - بحقه فى قبول مشاركة المكتتب أو رفضه. أما إذا كانت جهة الإصدار قد أعطت النشرة صفة الإيجاب الموجه للجمهور طيلة فترة الاكتتاب، وتخلت عن حقها فى إبداء الرأى فى قبول المشاركة أو عدم قبولها، فإن النشرة تعتبر فى حد ذاتها إيجابا، ويكون القبول هو توقيع المكتتب على طلب الاكتتاب.

أما ما يتقاضاه البنك المنشئ للصندوق كنسبة من قيمة الوثائق لتغطية مصاريف الاكتتاب، وكذا كعمولة لحفظ الأوراق المالية، بالإضافة إلى ما قد تقوم به بعض البنوك الأخرى من تحصيل نسبة من قيمة الوثيقة عند استردادها كمصروفات استرداد، فإن هذه المبالغ لا تخرج عن كونها مقابل

قيام البنك بأداء خدمات لكل من الصندوق والمكتتبين، شأنها فى ذلك شأن العمولات التى يتقاضاها البنك من الغير مقابل تقديم خدمات مصرفية لهم.

الطرف الثانى : الجهة التى يعهد إليها البنك بإدارة نشاط الصندوق، ويطلق عليها اسم مدير الاستثمار . ويلزم أن تكون هذه الجهة مستقلة عن البنك وذات خبرة فى إدارة صناديق الاستثمار .

ويبرم البنك مع مدير الاستثمار عقد إدارة يقوم بموجبه مدير الاستثمار بإدارة أموال الصندوق والبحث عن أفضل مجالات الاستثمار فى الأوراق المالية فى أسواق المال المحلية والعالمية، وله فى سبيل ذلك اتخاذ كافة القرارات الإدارية والإستراتيجية المتعلقة بالصندوق، كما يتولى مدير الاستثمار تقييم وتسعير وثائق الاستثمار وإبلاغ المستثمرين بمراكزهم المالية على فترات دورية .

ويتقاضى مدير الاستثمار أتعابا نظير قيامه بعمله الإدارى. وقد جرى العمل على حساب هذه الأتعاب على النحو التالى :

(أ) أتعاب إدارة، وتحسب على أساس نسبة من صافى أصول الصندوق وتكون على أقساط (شهرية / ربع سنوية). وتختلف هذه النسبة من صندوق لآخر (٥و٪ في بعض الصناديق ، ١٪ في بعض الصناديق الأخرى) .

(ب) أتعاب حسن أداء، وتحسب على أساس نسبة من صافى أرباح الصندوق التى تزيد عن حد معين، كحافز للأداء . وتختلف هذه النسبة - وكذا طريقة حسابها - أيضاً من صندوق لآخر.

وبالطبع لا يحصل مدير الاستثمار على هذا الجزء إلا إذا حقق الصندوق

الزيادة المطلوبة .

ويتحمل الصندوق (حملة الوثائق بالكامل بما فيهم البنك) أتعاب مدير الاستثمار، كما يتحمل النفقات التى يدفعها المدير، مثل أتعاب المحامين ومراقبى الحسابات وغير ذلك من النفقات المرتبطة بنشاط الصندوق .

وعلى ذلك فإن مدير الاستثمار لا يخرج عن كونه مديرا غير شريك، أى أجيراً خاصاً قام باختياره والتعاقد معه المؤسسون-البنك المنشئ للصندوق-.

ولا يعتبر مدير الاستثمار هنا مضارباً أيضاً، لأن أجر المضارب يستحق بنسبة شائعة من الربح ولا ينبغى أن يحصل على أجر ثابت، وفى ذلك يقول السرخسى" ولا ينبغى له - أى للشريك - أن يشترط مع الربح أجراً لأنه شريك فى المال بحصته من الربح وكل من كان شريكا فى مال فليس ينبغى له أن يشترط أجراً فيما عمل، لأن المضارب يستوجب حصته من الربح على رب المال باعتبار عمله، فلا يجوز أن يستوجب باعتبار عمله أيضاً أجراً مسمى عليه، إذ يلزم عوضان لسلامة عمل واحد له " .

هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى، فإن المضارب يتحمل نصيبه من الخسائر - فى حالة وقوعها - فى شركات المضاربة، وتتمثل هذه الخسارة فى ضياع وقته وجهده .

وإذا كان مدير الاستثمار أجيراً ، فيجب أن تتوافر فى الأجر المدفوع له الشروط العامة الواجب توافرها فى الإجارة، وهى معلومية الأجر المستحق مسبقاً، وأن يكون ثابتاً فى ذمة الصندوق بصرف النظر عن نتائج الصندوق .

وهو ما يتحقق فعلاً في صناديق الاستثمار، حيث نصت نشرات

الاكتتاب المختلفة على طريقة حساب أتعاب الإدارة بصافى أصول الصندوق لا نتيجة نشاطه .

ولا أثر هنا لكون الطرف المتعاقد مع مدير الاستثمار بعض الشركاء - المؤسسين - دون غيرهم، لأن موافقة الغير على ما جاء بنشرة الاكتتاب، واكتتابهم بالفعل جعل هذا التعاقد كأنه صادر منهم أصالة. وهذا الوضع هو المناسب لكثرة عدد المشاركين. كما أن الشروط الجائزة فى الشرع يمكن أن تحدد من طرف ويوافق عليها الآخر.

الطرف الثالث : يتمثل الطرف الثالث فى المدخرين أو المكتتبين الذين يرغبون فى استثمار أموالهم فى محفظة الأوراق المالية، ويقوم الصندوق بإصدار وثائق استثمار لهم مقابل الأموال التى يتلقاها .

ويشارك حملة الوثائق فى نتائج استثمارات الصندوق من أرباح أو خسائر بنسبة ما يملكه كل منهم من وثائق إلى إجماليها - مثلهم فى ذلك مثل البنك المؤسس.

وبصفة عامة، يمكن القول بأن وثائق الاستثمار تمثل سند ملكية لحصة شائعة فى الموجودات الكلية للصندوق، ويكون للمشارك - بنك أو جمهور عام - جميع الحقوق والواجبات المقررة شرعاً للمالك .

وفى ضوء ما سبق فإن العلاقة بين البنك - كجهة إصدار - وحملة الوثائق من الجمهور هى علاقة مشاركة تنطبق عليها قواعد شركة العنان فى الفقه الإسلامي، ومن ثم يستحق كل منهما ربحاً بنسبة رأس ماله. أما العلاقة بينهما معاً وبين مدير الاستثمار فهى علاقة إجارة خاصة يستحق عنها الأخير أجراً ثابتاً، وقد تصرف له نسبة من الأرباح كمكافأة بموافقة

أصحاب رأس المال.

ولا يعنى ذلك أن صيغة المشاركة هى الصيغة الوحيدة التى تحكم العلاقة بين الأطراف المختلفة فى صناديق الاستثمار إذ قد يحكم هذه العلاقة أيضاً صيغة المضاربة المقيدة التى يتعدد فيها أرباب الأموال، ويلزم فى هذه الحالة أن يكون مقابل عمل المدير حصة شائعة من الربح .

وقد يقوم البنك أو الشركة المنشئة للصندوق - فى حالة سماح القوانين بذلك- بدور المضارب مقابل نسبة شائعة من الربح عن عمله، وعن حصة فى رأس مال المضاربة .

ويتعين فى هذه الحالة أن تتضمن نشرة الاكتتاب القيود والشروط التى تحدد مسار الاستثمار من حيث المكان والزمان والمجال .

ما طرق التصرف فى الأموال المكتسبة من الحرام ؟

لا يجوز للمسلم إدخال المال المُكتسب من حرام فى ذمته، كما لا يجوز له تنميته أو استثماره بأى وجه من الوجوه، كما لا يجوز له الانتفاع به بأى وجه من وجوه الانتفاع ولا التحايل على ذلك بأى طريق كان ولو بدفع الضرائب أو وهبه لغيره، كما لا يجوز له تركه للمؤسسة الصادر عنها، أو إتلافه .

وعلى حائز هذا المال التصدق به فى وجوه الخير كبناء المستشفيات وإنشاء الكبارى والأنفاق وغير ذلك من وجوه الخير فيما عدا بناء المساجد وطبع المصاحف.

ولكن هل يُثاب الفرد على إخراج هذا المال؟

الراجح أنه يُثاب على الاستجابة لأمر ربه بتطهير ماله لا ثواب الصدقة.

ما دور الرقابة الشرعية فى ترشيد معاملات أسواق الأوراق المالية ؟

للرقابة الشرعية دور هام فى ترشيد المعاملات المالية فى سوق الأوراق المالية، ويمكن أن يظهر ذلك من خلال:

(١) دراسة العقد والنظام الأساسى للشركات التى تطرح أسهمها للاكتتاب العام للتأكد من عدم وجود ما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية.

(٢) متابعة أنشطة الشركة للتحقق من عدم تعاملها بموجودات محرمة أو زيادة نسبة القروض أو الاقتراض مما يدل على كثرة أو غلبة ذلك.

(٣) التحقق من تنقية الأرباح مما دخل فيها من عوائد محرمة، سواء بالتعامل الجزئى فى الموجودات الممنوعة شرعاً أو بالتخلص من الريع المحرم الناتج عن الفوائد المقبوضة أو المدفوعة.

(٤) حساب زكاة الأسهم وإخطار المساهم بمقدارها فى حالة عدم قيام الشركة بإخراجها.

(٥) صرف الزكاة فى مصارفها الشرعية فى حالة قيام الشركة بحساب وإخراج الزكاة.

وبعد أن تناولنا الجوانب الشرعية لمختلف المعاملات فى أسواق الأوراق المالية، قد يكون من المناسب التعرف على كيفية تزكية هذه الأوراق، وهو ما يختص به الفصل التالى.

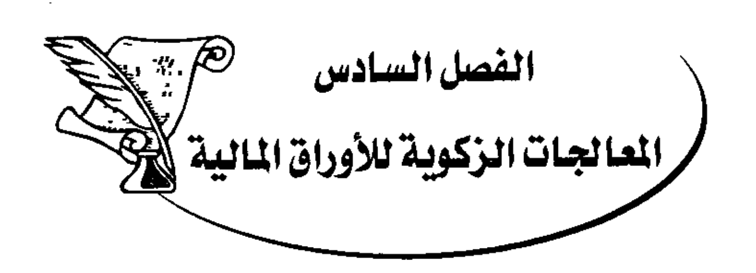
* * *





الفصل السادس

المعالجات الزكوية للأوراق المالية



تمهيد:

يختص هذا الفصل بتناول المعالجات الزكوية لمختلف الأوراق المالية التى يتم إصدارها وتداولها فى سوق الأوراق المالية. حيث يتم بيان المعالجة الزكوية للأسهم سواء أكانت بقصد الحصول على الإيراد أم بقصد التجارة. وكذلك المعالجة الزكوية للسندات وأذون الخزانة ووثائق وصكوك الاستثمار والتمويل.

كيف تزكى السهم؟

سبق أن أوضحنا أن الأسهم صكوكاً تثبت ملكية حاملها لحصة فى رأس مال الشركات.

و فيما يتعلق بكيفية تزكيتها فيلزم التفرقة بين حالة قيام الشركة المصدرة بتزكية أموالها، وبين عدم قيامها بذلك، وذلك على النحو التالى:

الحالة الأولى: حالة قيام الشركة المصدرة بتزكية أموالها

فى حالة قيام الشركة المصدرة بتزكية أموالها فإنه يلزم التعرف على الغرض من تملك الأسهم وذلك على النحو التالى:

(أ) إذا كان الغرض من التملك هو الحصول على الإيراد، ففى هذه الحالة

لا يجب على المساهم - فرداً كان أو شركة - إخراج الزكاة عن أسهمه فيها منعا للازدواج .

(ب) إذا كان الغرض من تملك الأسهم المتاجرة فإنها تعامل معاملة عروض التجارة .

ويلزم فى هذه الحالة تقويم الأسهم بسعر السوق يوم وجوب الزكاة وحساب مقدار الزكاة، فإذا كان هذا المقدار أكثر مما أخرجته الشركة فعليه إخراج الفرق.

أما إذا كان هذا المقدار اقل مما أخرجته الشركة فله أن يحتسب الفرق من زكاة أمواله الأخرى أو يجعلها تعجيلا لزكاة قادمة .

وتجدر الإشارة إلى أن الشركة المساهمة تقوم بتزكية أموالها فى الحالات التالية :

- حالة صدور نص قانونى يلزم الشركات المساهمة بتزكية أموالها.
- حالة أن يتضمن النظام الأساسى للشركة ذلك.
- حالة صدور قرار من الجمعية العمومية بذلك.
- حالة رضا المساهمين أنفسهم.

الحالة الثانية : حالة عدم قيام الشركة المصدرة بتزكية أموالها

إذا لم تقم الشركة المصدرة للأسهم بحساب الزكاة وإخراجها، فإنه يجب على مالك الأسهم تزكيتها بحسب الغرض من تملكها ، وذلك على النحو التالى:

(أ) إذا كان الغرض من تملك الأسهم هو الحصول على الإيراد فإنه يقوم بحساب الزكاة على النحو التالى:

* إذا أمكنه أن يعرف عن طريق الشركة أو غيرها مقدار ما يخص كل سهم من الموجودات الزكوية للشركة فإنه يخرج زكاة ذلك المقدار بنسبة ربع العشر(٢,٥ ٪).

* وإذا كانت الشركة لديها أموال تجب فيها الزكاة كنقود وعروض تجارة وديون مستحقة على المدينين الأملياء ولم تزك أموالها، ولم يستطع المساهم أن يعرف من حسابات الشركة ما يخص أسهمه من الموجودات الزكوية، فإنه يجب عليه أن يتحرى، ما أمكنه، ويزكي ما يقابل أسهمه من الموجودات الزكوية. وهذا ما لم تكن الشركة في حالة عجز كبير بحيث تستغرق ديونها موجوداتها .

أما إذا كانت الشركة ليس لديها أموال تجب فيها الزكاة، فإن المالك يزكي الريع فقط ولا يزكي أصل السهم .

وتُعامل الشركات مالكة الأسهم - وليست المصدرة لها - معاملة الأفراد فى هذه الحالة، فإذا قامت شركة مساهمة بشراء أسهم شركات زميلة بغرض الحصول على العائد، فإن هذا العائد يزكى بنفس الطريقة السابقة.

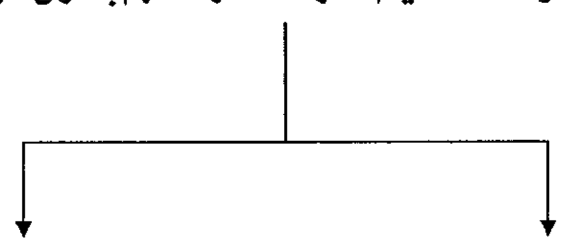
(ب) أما إذا كان الغرض من تملك الأسهم هو المتاجرة بها، أى إعادة بيعها فى سوق الأوراق المالية، فإن الأسهم فى هذه الحالة تعامل معاملة عروض التجارة ومن ثم تقوم بسعر السوق وتُزكى هذه القيمة بنسبة ٢,٥٪.

وتتحدد قيمة السهم في الشركات التى تتداول أسهمها وفقاً لسعر السهم فى بورصة الأوراق المالية (وهذا السعر يشتمل على الأرباح)، أما أسهم الشركات التي لا تتداول أسهمها، فيتم تقدير القيمة السوقية لها بمعرفة أهل الاختصاص .

ونورد فيما يلى ملخصاً يوضح كيفية تزكية الأسهم.

ملخص زكـاة الأسـهـم

أولا : حالة قيام الشركة المصدرة للأسهم بإخراج الزكاة



الغرض:الحصول على الإيراد

«لا يجب على المساهم إخراج الزكاة»

ولكن هناك شروط:

* صدور قانون ملزم.
* وجود نص في النظام الأساسي.
* صدور قرار من الجمعية العامة.
* رضا المساهمين.

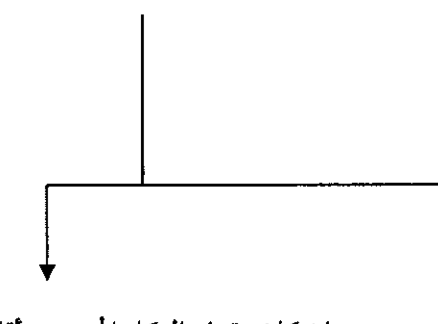
الغرض: التجارة

«تقوم بسعر السوق ويحسب مقدار

الزكاة بنسبة ٥ , ٢٪»

ثم يقارن الناتج بما أخرجته الشركة

المصدرة



إن كان مقدار الزكاة المحسوب أكبر مما

أخرجته الشركة

«يتم إخراج الفرق»

إن كان مقدار الزكاة المحسوب أقل مما

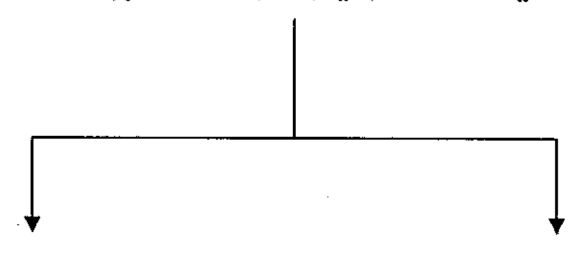
أخرجته الشركة

«له أن يحتسب الفرق من زكاة أمواله

الأخرى أو يعتبر ذلك تعجيلا لزكاة قادمة»

تابع ملخص زكاة الأسهم

ثانياً- حالة عدم قيام الشركة المصدرة بإخراج الزكاة



الغرض:الحصول على العائد

الغرض: التجارة
«يحسب مقدار الزكاة على أساس القيمة السوقية ×٥ , ٢٪»

الشركة لها موجودات والتزامات زكوية

الشركة ليس لديها أمول تجب فيها الزكاة
«يُزكى العائد فقط بنسبة ٥ , ٢٪»

يمكن التعرف عن طريق الشركة على مقدار ما يخص الأسهم من الموجودات
«يُزكى هذا المقدار بنسبة ٥ , ٢٪»

لا يمكن التعرف عن طريق الشركة على مقدار ما يخص الأسهم من الموجودات
«عليه أن يتحرى عن مقدار ما يخص الأسهم من الموجودات الزكوية ويُزكى هذا المقدار بنسبة ٥ , ٢٪»

كيف تزكى السندات؟

يمثل السند مديونية على الجهة المصدرة له، ومن ثم يكون حامل السند دائناً لهذه الجهة .

وهذه السندات لا تتفق مع أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية، ولذا، فإن تملكها غير جائز شرعاً.

ويجب على التاجر مالك السندات تزكية تكلفتها بضم هذه التكلفة كل عام إلى موجوداته الزكوية.

كيف تزكى أذون الخزانة؟

تُمثل أُذون الخزانة أوراقا مالية قصيرة الأجل (لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة)، تصدرها الحكومة بهدف سد احتياجاتها العاجلة. ولذا فهى تُعد أحد صور السندات التى تصدرها الحكومة غير أنها قصيرة الأجل.

وهذه الأذون تعامل نفس المعاملة الزكوية للسندات، ومن ثم يجب على التاجر تزكية تكلفة هذه الأوراق بضمها إلى موجوداته الزكوية.

كيف تزكى وثائق الاستثمار؟

يُقصد بوثائق الاستثمار تلك الصكوك التى تعطى لحاملها الحق فى المشاركة فى نتائج استثمارات صناديق الاستثمار فى الأوراق المالية كل بنسبة ما يملكه وفقاً للشروط والأوضاع المثبتة فى نشرة الاكتتاب التى تصدرها هذه الصناديق.

وحيث إن هذه الوثائق تقوم على المشاركة فى نتائج الاستثمارات، فهى جائزة شرعاً حكمها فى ذلك حكم الأسهم، غير أنه يجب أن تكون الأوراق

التى يتعامل فيها الصندوق صادرة عن شركات تتعامل فى سلع أو خدمات مشروعة.

وبفرض أن الأوراق المالية التى يتعامل فيها الصندوق صادرة عن شركات تتسم معاملاتها بالمشروعية، فإن هذه الوثائق تعامل زكوياً نفس معاملة الأسهم.

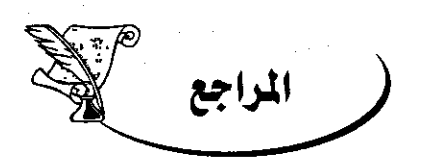
كيف تزكى صكوك الاستثمار وصكوك التمويل؟

يُقصد بصكوك الاستثمار تلك الصكوك التى تصدرها الشركات العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها ، وتعطى لمن يملكها الحق فى المشاركة فى الأرباح دون الإدارة .

أما صكوك التمويل فهى صكوك ذات عائد متغير تصدرها شركات المساهمة التى تعمل فى غير مجال تلقى الأموال لاستثمارها لمواجهة احتياجاتها التمويلية.

وتعامل كل من صكوك الاستثمار وصكوك التمويل نفس المعاملة الزكوية للأسهم ووثائق الاستثمار.

* * *



- ابن رشد الحفيد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد (مطبعة الكليات الأزهرية).

- ابن عابدين، حاشية رد المحتار على الدر المختار.

- أبو عبيد القاسم بن سلام، كتاب الأموال (الطبعة الثالثة ؛ مكتبة الكليات الأزهرية – دار الفكر للطباعة والنشر ، ١٤٠١هـ – ١٩٨١).

- د.أبو زيد رضوان، الشركات التجارية فى القانون المصرى المقارن، دار الفكر العربى،١٩٨٩م.

- د. أحمد محيى الدين، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي (الطبعة الأولى؛ من مطبوعات سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، ١٤١٥ هـ – ١٩٩٥ م).

- الإمام مالك، المدونة الكبرى (بيروت: دار الفكر العربى، ١٣٩٨).

- الشربينى الخطيب، مغنى المحتاج (مطبعة الحلبى).

- الماوردى، الأحكام السلطانية والولايات الدينية(الطبعة الأولى ؛ دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، ١٤٠٤هـ – ١٩٨٣).

- د. حسنى المصرى، شركات الاستثمار (دار النهضة العربية)، ١٩٨١.

- د. حسين شحاتة، الشيخ محيى الدين الأصفر، التكييف الفقهى والمحاسبى لزكاة الأسهم لشركات اختلط فيها الحلال بالحرام، ورقة غير منشورة، صندوق الزكاة، دولة قطر.

- د. حسين شحاتة، د. عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل فى سوق الأوراق المالية والبورصة، الطبعة الأولى، ١٤٢٢هـ - ٢٠٠١م، القاهرة، مكتبة التقوى.

- د. حسين حسين شحاتة، أصول معايير التكاليف فى الإسلام (القاهرة: مكتبة التقوى).

- جاسم بن متعب الحدب الشمرى، القياس المحاسبى لآثار الأنشطة خارج الميزانية ومشاكل الإفصاح عنها،رسالة مقدمة للحصول على درجة الدكتوراه، (كلية التجارة، جامعة الزقازيق ١٤٢١هـ ـ ٢٠٠٠ م).

- د. رشاد حسن خليل ، الشركات في الفقه الإسلامي (الطبعة الأولى ؛ المكتبة التوفيقية).

- د. سميحة القليوبى، الشركات التجارية ،الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، ١٩٨٨ م.

- د. سمير عبدالحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها فى إدارة المخاطر، (الطبعة الأولى؛ دار النشر للجامعات،١٤٢٦هـ- ٢٠٠٥ م).

- شمس الدين السرخسى، المبسوط (بيروت : دار المعرفة ، ١٤٠٩هـ - ١٩٨٩).

- د. عبد الستار أبوغده، بحوث فى المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، الطبعة الأولى، ١٤٢٣ هـ - ٢٠٠٢م، الجزء الثانى، شركة التوفيق – مجموعة

دلة البركة.

- د.عبد الستار أبو غدة ، د. حسين شحاتة، فقه ومحاسبة الزكاة (الكويت، بيت الزكاة).
- د. عبد الستار أبوغدة، الاستثمار فى الأسهم والوحدات الاستثمارية مجلة الاقتصاد الإسلامي(العدد ١٩٠، السنة السادسة عشر، رمضان ١٤١٧هـ- يناير/ فبراير).
- د. عبدالعزيز الخياط، الشركات فى الشريعة الإسلامية، الطبعة الثالثة، مؤسسة الرسالة، بيروت، ١٤٠٨ هـ، ١٩٨٨م.
- عبد الغفار حنفى، البورصات: أسهم- سندات - صناديق الاستثمار (المكتب العربى الحديث).
- عز الدين خوجه، صناديق الاستثمار لدى المصارف الإسلامية (من مطبوعات اتحاد المصارف العربية: المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار،١٩٩٥).
- د. عصام أبو النصر، الإطار الفقهى والمحاسبى للزكاة، عدة طبعات.
- على محمد نجم، سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، (من مطبوعات اتحاد المصارف العربية: المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار، ١٩٩٥مطبعة المجلس ، ١٩٨٦).
- فخر الدين عثمان الزيلعى، تبيين الحقائق شرح كنز الدقائق(القاهرة : المطبعة الأميرية الكبرى، ١٣١٥هـ).
- قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي رقم (٦١/ ١٠ /٦) بشأن الأسواق المالية والمنعقد فى دورة مؤتمره السادس بجدة فى المملكة العربية السعودية من ١٧

– ٢٣ شعبان ١٤١٠ هـ الموافق ١٤ – ٢٠ مارس ١٩٩٠.

– محمد أبو زهرة، محاضرات فى الوقف(دار الفكر العربى).

– مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، الطبعة الثالثة.

– د. منذر قحف، دور فقه الشركات فى نمو الفكر المالى المعاصر، مجلة المسلم المعاصر (العدد ٦٧ – ٦٨، السنة السابعة عشرة، رجب/ ذوالحجة ١٤١٣هـ – فبراير / يوليو ١٩٩٣.

– د. منير إبراهيم هندى، صناديق الاستثمار فى خدمة كبار وصغار المدخرين (الإسكندرية: دار المعارف).

– د. منير إبراهيم هندى، الأوراق المالية وأسواق رأس المال (دار المعارف – الإسكندرية، ١٩٩٧).

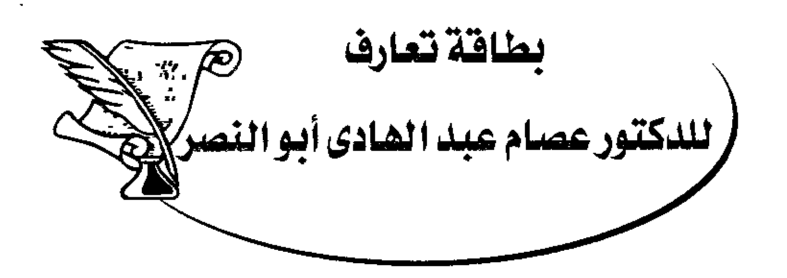
– نشأت عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار (كتاب الأهرام الاقتصادى، العدد ٧٦، أول يونيو١٩٩٤).

– نظير يوسف ميخائيل، صناديق الاستثمار لدى المصارف المصرية مع التركيز على تجربة بنك مصر، (من مطبوعات اتحاد المصارف العربية: المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار، ١٩٩٥).

– هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعى رقم – ٢١– معيار الأوراق المالية (الأسهم والسندات).

– د. يوسف القرضاوى، فقه الزكاة (الطبعة الثامنة؛ بيروت : مؤسسة الرسالة، ١٤١٥هـ – ١٩٨٥ م).

* * *



أولاً : المعلومات العامة

- **الاسـم :** عصام عبد الهادى أحمد أبو النصر .
- **العمل :** أستاذ بقسـم المحاسبة ، كلية التجارة (بنين) – جامعة الأزهـر .
- **جهـة الميلاد :** جمهورية مصر العربية – القاهرة .
- **وسائل الاتصال :** ت: ٢٦٦١٤١٧ – ٠١٢٧٣٢٥٥١٠-٠١٠٦٠٨٥٢٤١

ف:٢٦٨٣٥٤١

- **البريد الإلكتروني:** essam266@ hotmail.com

essam266@yahoo.com

ثانياً التدرج الوظيفى

- معيد بقسم المحاسبة بالكلية اعتباراً من ٢١/ ٤/ ١٩٨٤م .
- مدرس مساعد بقسم المحاسبة بالكلية اعتباراً من ٢/ ٦/ ١٩٩٠م .
- مدرس بقسم المحاسبة بالكلية اعتباراً من ١/ ٢/ ١٩٩٥م .
- أستاذ مساعد بقسم المحاسبة بالكلية اعتباراً من ٣/ ٥/ ٢٠٠٠.

أستاذ بقسم المحاسبة، بالكلية اعتباراً من ٢٩/٦/٢٠٠٥.

ثالثاً : الكتب والبحوث

(أ) الكتب

- الإطار الفقهى والمحاسبى للزكاة.
- تساؤلات معاصرة عن الزكاة والإجابة عنها.
- محاسبة الزكاة فى المملكة العربية السعودية.
- وصايا إلى الزملاء المعلمين والمعلمات.
- فوائد البنوك بين الواقع والشبهات.
- الإطار الفكرى والعملى لنظم محاسبة التكاليف الفعلية والمعيارية.
- الإطار الفكرى والعملى للمحاسبة الضريبية .
- الإطار الفكرى والعملى للمراجعة.
- الإطار الفكرى والعملى للمحاسبة المالية (الجزء الأول والثانى).
- المحاسبة الضريبية فى المملكة العربية السعودية.
- دراسات فى طرق المحاسبة.
- دراسات فى المحاسبة الحكومية.
- دراسات فى نظرية المحاسبة.
- الإطار الفكرى والعملى للتحليل المالى.
- دراسات فى النظم المحاسبية الخاصة.

- طبيعة المشروعات الصغيرة (المفهوم والخصائص ـ المشكلات والحلول ـ مقومات النجاح ـ أساليب التمويل) .
- التطبيق العملى لصيغ التمويل والاستثمار فى المصارف الإسلامية .

(ب) البحوث المنشورة

- هيكل ومصادر وأدوات تمويل الوحدات الاقتصادية فى المنهج الإسلامي وأثرها على الربحية والنمو.
- مشكلات التحاسب الضريبى للوحدات العاملة فى مجال التصدير فى مصر ومقترحات علاجها.
- الإطار العام للتوجيه الإسلامي للمراجعة مع خطة تدريس مقترحة.
- نموذج محاسبى مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار فى ضوء الفكر الإسلامي.) .
- أثر التحولات الاقتصادية العالمية الجديدة (العولمة والجات) على التأهيل العلمى والعملى لمراجع الحسابات فى الدول النامية مع التطبيق على مصر.
- مشكلات قياس وعاء زكاة المنشآت العاملة فى مجال البيع بنظام الوكالة.
- تحليل وتقويم المعالجات المحاسبية لعمليات البيع بالتقسيط فى ضوء أحكام الفقه الإسلامي.
- القياس المحاسبى لوعاء زكاة عروض التجارة وفقاً لطريقة مصادر الأموال مع دراسة مقارنة تطبيقية.
- الأسس المحاسبية والمعالجات الزكوية للمخصصات.

- مشكلات القياس المحاسبى فى المشاركات المتناقصة.
- دراسة تحليلية لمشكلات الائتمان المصرفى فى البنوك التجارية من منظور محاسبى دراسة مقارنة بين البنوك المصرية والأوربية.
- الحكم الشرعى فى تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التى اختلط فيها الحرام بالحلال.

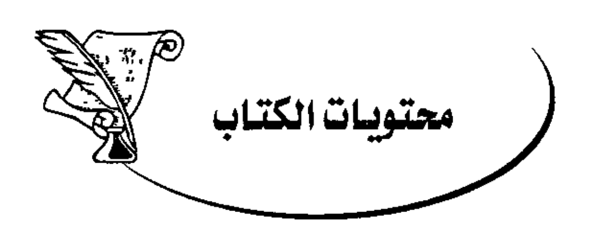
رابعاً : الدراسات التطبيقية

- قام بإعداد دراسات الجدوى الاقتصادية للعديد من المشروعات الصناعية والخدمية .
- قام بتصميم العديد من الهياكل التنظيمية والنظم واللوائح المالية والمحاسبية والإدارية .
- مستشار مالى وإداري لمجموعة من الشركات العاملة فى مصر والدول العربية.
- المستشار المحاسبى لبعض صناديق ومؤسسات الزكاة العربية.

خامساً : المؤتمرات والجمعيات العلمية

- شارك فى العديد من المؤتمرات والندوات والدورات التدريبية المحلية والدولية.
- زميل وعضو فى العديد من الجمعيات العلمية والمهنية.

" والحمد لله الذى بنعمته تتم الصالحات "



الموضوع الصفحة

هذا الكتاب

تعتبر الأسواق المالية أحد الأسواق التى تتدفق فيها الأموال من أصحاب الفوائض فى الموارد المالية إلى الجهات التى تعانى من العجز فى هذه الموارد.

وقد أُثير فى هذا الصدد العديد من التساؤلات والاستفسارات، أهمها: ما المقصود بسوق الأوراق المالية؟ وما الضوابط الشرعية التى تحكم معاملاتها؟ وكيف يمكن التمييز بين المضاربة والاستثمار؟ وما الفرق بين الأسهم والسندات وأذون الخزانة ووثائق الاستثمار وصكوك التمويل وصكوك الاستثمار؟ وما المقصود بالتحوط، والمشتقات المالية، والعقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وعقود المبادلات، والبيع والشراء على المكشوف، واتفاقيات إعادة الشراء، وما آلية تنفيذ هذه العقود فى سوق الأوراق المالية؟ وما الحكم الشرعى فى هذه العقود؟

ما مدى جواز إصدار الأسهم لحاملها أو لأمره، وما حكم إصدار الأسهم العينية، وتقسيط قيمة الأسهم، وإصدار أسهم جديدة، وحصول الشركة المصدرة على علاوة إصدار؟ و ما الحالات التى يجوز فيها إصدار أسهم ممتازة، وما الحالات التى لا يجوز فيها إصدار تلك الأسهم؟ وما الشركات التى يجوز، وكذا التى لا يجوز، تملك وتداول أسهمها؟ وما حُكم الشركات التى يختلط فيها الحرام بالحلال؟ وكيف يمكن للمسلم تطهير أسهمه الصادرة عن شركات اختلط فيها الحرام بالحلال؟

ما طرق التصرف فى المال المكتسب عن طريق غير مشروع؟ وكيف تُزكى الأوراق المالية المختلفة من أسهم وسندات وأذون خزانة ووثائق وصكوك استثمار وتمويل ونحو ذلك؟

ويختص هذا الكتاب بالإجابة على هذه الاستفسارات وغيرها مما يلزم المسلم عند تعامله فى سوق الأوراق المالية.

" والله من وراء القصد وهو يهدى السبيل "

